ديون قطاع الأعمال والخصخصة

أثر التوسع في الاقتراض على القيمة البيعية لمنظمات قطاع الأعمال العام

(دراسة تطبيقية)

عادل مبروك محمد

أثـــــر التوســـع

في

الاقتراض على القيـمة البـيعية

لمنظمات قطاع الأعمال العام

(دراسة تطبيقية)

دكتور

عادل مبروك محمد

أستاذ إدارة الأعمال المساعد

كلية التجارة – جامعة القاهرة

فهرس

أولاً: مقدمة البحث:

تؤثر نسبة المال المقترض إلى مجموع الخصـوم ورأس المال على العديد من المتغيرات الأساسية لحياة المنظمـات، ولا شك أن هناك علاقة بين تلك النسبة والقيمـة البيعيـة[*] لمنظمة الأعمال، ويتفق الباحثون على أنه لا توجد نسبة مثلى للأموال المقترضة إلى مجموع الخصوم ورأس المـال [١] إذ

---

[*] يقصد بالقيمة البيعية: القيمة السـوقية التقديريـة لمنظمـة أعمـال مستمرة، ويتم تقديرها تمهيدا لبيعها وطرح أسهمها للاكتتاب العام، في ظل عدم وجود أسهم لها من قبل، والتي يتم التوصـل إليهـا بواسطة لجان التقييم.

[١] E. F. Drigham, Fundamentals of Financial management Dryden press. N. Y., ١٩٨٣. P. ٤٧٤.

P. Marsh., "The choice Between Equity and Debt: An Empirical study". Journal of Finance, March ١٩٨٢. P. ١٢١.

M. Martikainen, "Accounting Losses and Earnings Response Coefficients: The Impact of leverage and growth opport unities, Journal of Business Finance & Accounting, March ١٩٩٧, P. ٢٧٧.

أن ذلك مرهون بمتغيرات كثيرة تتعلق بطبيعـة الصـناعة والشركة المندرجة تحت هذه الصناعة.

ويرى كلا من برجهام وجابنسـكي [٢] أن نسـبة المـال المقترض إلى المال المملوك تلعب دورا أساسـيا وحساسـا لمنظمات الأعمال من خلال:

١- أن تعظيم قيمة المنظمة يتطلب تحديد تكلفـة كافـة المدخلات بما فيها الأموال والتـي ينبغـي تدنيـه تكلفتها إلى أقل قدر ممكن.

٢- اعتماد القرارات الاستثمارية المرتبطـة بمحفظـة الأصول بصفة أساسية على هذا وما ينشأ عنها من قرارات مالية تحدد هيكل تمويل الشركة، ومن ثـم تحديد درجة المخاطر المالية ومخـاطر الأعمـال المؤثرة على ربحية الشركة.

٣- اعتماد معظم القرارات الأخرى على هـذه النسـبة كإحدى المتغيرات الرئيسية الواجب تحليلها، تلـك

---

[٢] E. F. Brigham & L. C., Gapenski, Financial Management Theory and Practice, The Dryden – Press, N. Y., ١٩٩٧ P. ٤٣٢.

القرارات الخاضعة للنظم والإجـراءات الحكوميـة مثل الإيجار واستبدال السـندات ومكافـآت الإدارة وإدارة الأصول المتداولة.

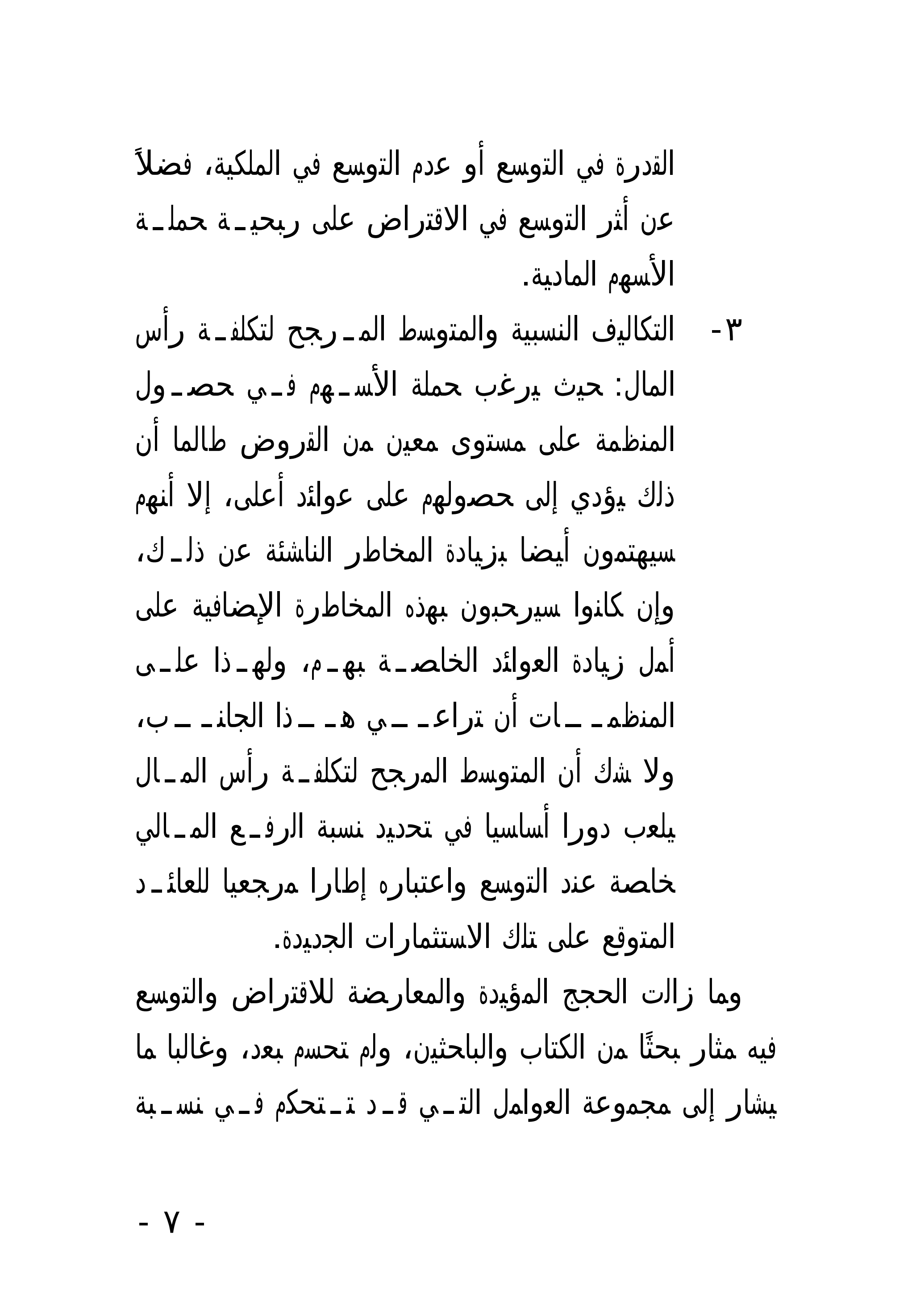
وليس من شك أن الاعتماد على الديون أو الملكية أمـرا مرهونًا بعده متغيرات تلك المتغيرات التي تحد مـن حريـة المنظمات وتكبلها، حيث إن الاعتماد على الديون أو الملكيـة يعتمد على [٣]:

١- الوقت: الاتجاهات العامة الحالية والمتوقعة للأسواق المالية ومعدلات الفوائد المرتبطة بالديون ونسـبة الربح المرغوب توزيعها على حملة الأسهم، علمـا بأنه في بعض الأحيان قد لا تكون حرية الاختيـار متاحة أمام المنظمات وتكون مجبرة للاعتماد على أحد المصدرين فقط.

٢- مستوى الرفع المالي الحالي: حيث إن هناك علاقة بين العوائد التي يحصل عليها حملة الأسهم ومـدى

---

[٣] D. Parker, The Strategic Finance Workout, Test and build your Financial performance, pitman publishing, London, ١٩٩٦, pp. ١٦٤ – ١٦٨.



القدرة في التوسع أو عدم التوسع في الملكية، فضلاً عن أثر التوسع في الاقتراض على ربحيـة حملـة الأسهم المادية.

٣- التكاليف النسبية والمتوسط المـرجح لتكلفـة رأس المال: حيث يرغب حملة الأسـهم فـي حصـول المنظمة على مستوى معين من القروض طالما أن ذلك يؤدي إلى حصولهم على عوائد أعلى، إلا أنهم سيهتمون أيضا بزيادة المخاطر الناشئة عن ذلـك، وإن كانوا سيرحبون بهذه المخاطرة الإضافية على أمل زيادة العوائد الخاصـة بهـم، ولهـذا علـى المنظمـــات أن تراعـــي هـــذا الجانـــب، ولا شك أن المتوسط المرجح لتكلفـة رأس المـال يلعب دورا أساسيا في تحديد نسبة الرفـع المـالي خاصة عند التوسع واعتباره إطارا مرجعيا للعائـد المتوقع على تلك الاستثمارات الجديدة.

وما زالت الحجج المؤيدة والمعارضة للاقتراض والتوسع فيه مثار بحثًا من الكتاب والباحثين، ولم تحسم بعد، وغالبا ما يشار إلى مجموعة العوامل التـي قـد تـتحكم فـي نسـبة

الاقتراض، تلك العوامل الأساسية والاقتصادية وخصـائص الصناعة وخصائص المنظمة، وذلك كإطار عام حاكم لنسبة المال المقترض إلى المال المملوك.

ويعتمد الباحث في دراسته على الدالتين الآتيتين:

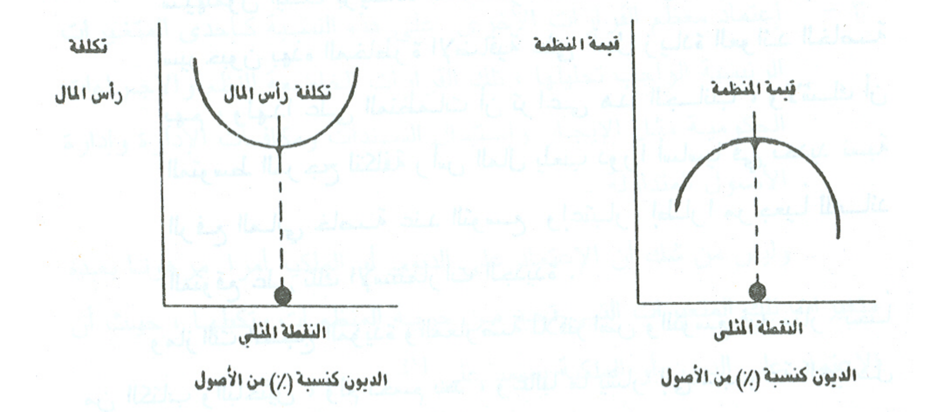
١- نسبة القروض إلى المال المملـوك = z (عوامـل أساسية، عوامل اقتصادية، خصـائص الصـناعة، خصائص المنظمة).

٢- القيمة البيعية المنظمة = z (نسبة القـروض إلـى المال المملوك).

ويؤكد ما سبق دونالد ونلسون [٤] حيث أوضـحا أن مـن وجهة النظر التقليدية فإن تعظيم قيمة المنظمة مرهون بتدنيه تكلفة رأس المال، - وأن هذا التعظيم يتحقق عند النقطة التي تكون فيها تكلفة رأس المال أقل ما يكون – ولهذا ينبغي على الإدارة السعي الدائم نحو الوصول إلى مستوى الديون الأمثل للمنظمة، ويوضح ذلك الشكل رقم (١).

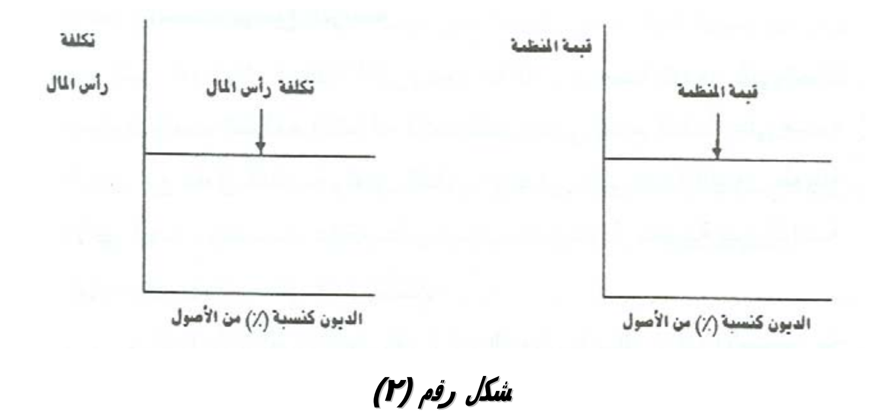
---

[٤] D. R. Chambers & N. J. Lacey, Modern corporate Finance theory and practice, Harper Collins college publishers, N. Y., ١٩٩٤. ٣٠٦ – ٣٠٧.



شكل رقم (١)
وجهة النظر التقليدية للتمويل وقيمة المنظمة

أما من وجهة نظر التمويل الحديثة فإن قيمة المنظمة لا ترتبط باختيار طريقة التمويل، وإن كان من الضروري أن يكون هناك هيكل تمويل وحيد ذو جودة أعلى عن كل الهياكل الأخرى، ويوضح ذلك الشكل رقم (٢).



شكل رقم (٢)

وجهة نظر التمويل الحديثة للتمويل وقيمة المنظمة

وتشير تجارب بعض الدول كالأرجنتين وتركيا في توسيع قواعد ملكيتها إلى بيع بعض منظماتها بدولار واحد مضـافًا إليه قيمة الديون على تلك المنظمات، وقد تم عـرض سـعر جنيه واحد لشركة أسمنت بني سويف بمصر نظرا لارتفـاع قيمة الديون على تلك الشركة، وقد رفض الطلب وأعيد هيكلة الشركة، وتم بيعها بسعر مجزي بعد إعادة الهيكلة.

ويستخلص الباحث مما سبق أنه لا توجد نسبة مثلى للـديون إلى المال المملوك، وإن كانت هناك متغيـرات أساسـية هـي صاحبة اليد الطولي في تحديد نسبة تلك الديون، ورغم الخـلاف الفكري حول نسبة الديون المثلى والمؤثرة على تكلفة اسـتخدام الأموال، ومـا ينشـأ عـن ذلـك مـن تـأثير علـى أمثليـة

أو عدم أمثلية هيكل التمويل، والذي يؤدي إلى تعظـيم أو عـدم تعظيم قيمة المنظمة، فإن هناك اتفاقًا على وجود نسـبة محـددة تسعى المنظمة إلى تحقيقها في ظل تدنيه تكلفة استخدام الأموال.

ثانيا: المشكلة موضوع الدراسة:

تشير الدراسات السابقة [5] إلى وجود علاقة بـين نسـبة الديون إلى المال المملوك وحجم المنظمة، كما أنه يوجد تأثير إيجابي لحجم المنشأة على نسبة الديون إلى حقـوق الملكيـة ونفس التأثير الإيجابي على نسبة الديون طويلة الأجل أيضا، كما توجد علاقة عكسية سالبة ذات دلالة معنوية بين الدائنية المالية ودرجة التغير في قيمة المنشأة.

ونظرا لارتباط وتكامل القرارات التمويليـة بـالقرارات الاستثمارية وتفاعلهما، فإن على المنظمة السعي الدائم وراء

---

[5] جمال بدير الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشـآت الصـناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير غير منشـورة، كليـة التجارة، جامعة عين شمس، ١٩٩٥، ص ٨٨.

تحقق الأمثلية في كليهما حتى يمكن الوصول إلى تعظيم قيمة المنشأة [٦].

ويرى رييز [٧] أن قرارات الإدارة المالية تنصب أساسـا على التوزيعات ومستويات الديون أو المصروفات الرأسمالية والتي تؤثر على قيمة المنظمة، فضلاً عـن تـأثير هيكـل الأصول والالتزامات والدخل والمصـروفات علـى قيمـة

---

[٦] R. Antle and J. Feelincham, "Models of capital Investments with private Information and Incentive: A selective review". Journal of Business Finance & Accounting, Vol., ٢٤ sep. ١٩٩٧. p. ٨٨٧.

M. Ariff, et., al., "compliance Costs of corporate Income Texation in Singapore, Journal of Business finance & Accounting, vol. ٢٤. Oct. / Dec ١٩٩٧, P. ١٢٥٣.

J. Cai, "Glamour and VAloue strategies on the Tokyo stock Exchange, "Journal of Business & Accounting, Vol. ٢٤, oct./ Dec., ١٩٩٧, P. ١٢٩١.

[٧] W.P. Ress "The Impact of dividends, Debt and Investment on valuation models, " journal of Business Finance& accounting sep. ١٩٩٧, P.١١١. ١٢٩١.

المنظمة، كما أن قيمـة المنظمـة دالـة للقيمـة الدفتريـة والإيرادات، وأن المتغيرات المالية المؤثرة على القيمة هـي هيكل التمويل وسياسات التوزيع والمصروفات الرأسمالية.

كما يرى كلا من أنطنيون وبيسكتو [٨]. أن تكلفة الأموال من خلال هيكل التمويل تؤثر بشكل رئيسـي علـى قيمـة المنظمة.

وتتمثل مشكلة البحث فـي القصـور الإداري لإداريـة المديونية وعلاقتها بقيمة المنظمة، ويرى الباحث أن انخفاض المهارات التخطيطية والتنبؤية للإدارة، فيما يتعلق بالمديونية يؤثر تأثيرا سلبيا على قيمة المنظمة، مما يؤدي إلى ظهـور المشاكل المرتبطة بإدارة المديونية والتي تظهر مؤشراتها كما يلي بالواقع الميداني المصري:

١- تصل إجمالي الخسائر المتراكمة علـى الشـركات الخاسرة في القطاع العام إلى حـوالي ٣,٢ مليـار

---

[٨] A. Antonion & G. Pescetto, "The Effect of Regulatory Announcents on the cost of Equity capital of British Telecom." Journal of Business & Accounting, Vol. ٢٤, Jan. ١٩٩٧, P. ١.

جنيه، تم تمويلها من خلال القروض وتجمع عليهـا فوائد حتى الآن وبلغت ١٠ مليار جنيه[٩].

٢- تكليف القطاع العام بأن يكون المشتري الوحيد لأهم الحاصلات الزراعية (القطـن – الأرز – قصـب السكر) والبائع الوحيد لها في الأسواق العالمية مع تخفيض أسعار البيع في بعض السنوات عن أسعار الشراء وطلب من الشـركات أن تتحمـل فـروق الأسعار وأن تقترض من البنوك لتغطيتها، وقد نشأ عن ذلك ديون ناتجة عن فروق الأسـعار قاربـت ٤,٨ مليار جنيه، فضلاً عن تثبيت الأسعار لحوالي ٢١٢ سلعة مما نشأ عنه عبئًا مقـداره ١,١ مليـار جنيه تم تمويله بالاقتراض ولازالت الفوائد تتـراكم عليه سنة بعد أخرى، كما تم شراء سلع لا يحتاجها السوق المصري وكان مصيرها التخزين والركـود

---

[٩] وزارة قطاع الأعمال العام، بيان وزير قطاع الأعمال العـام أمـام مجلس الشعب بشأن الشركات الخاسرة والمخـزون الراكـد، ٢١ إبريل ١٩٩٨، ص ٤.

وتراكم الفوائد وقد نشأ عن هذا عبئًا تمويليا مقداره ٨٠٠ مليون جنيه[١٠].

٣- منذ عام ١٩٨٦ تم تمويل الاستثمارات الجديدة من خلال الاقتراض المحلي والأجنبي وكان الاقتراض هو المصدر الوحيد المتاح للتمويـل بعـد تجميـد الملكية ممـا أدى إلـى بلايـين الـديون للجهـاز المصرفي أو الدائنون الآخرون وبضمان البنـوك وأعباء فوائد سـنوية وصـلت إلـى ٤,٤ بليـون جنيه[١١].

٤- تغير السياسات من قبل الدولة مما أدى إلى خروج الشركات من مجال المنافسة وترك الشركات تواجه سداد القروض كما حدث فـي شـركات التعـدين ووصلت الأعباء المتراكمة إلى ٩٢٠ مليون جنيه، فضلا عن عدم قيام الدولة بالسداد لشركات التشييد العامة والسماح لها بالاقتراض من البنوك مما أدى

---

[١٠] مرجع سبق ذكره مباشرة، صفحات متعددة.

[١١] مرجع سبق ذكره مباشرة، صفحات متعددة.

إلى تحمل الشركات فوائد تمويل المشروعات العامة بحوالي مليار جنيه سنويا [١٢].

٥- يبلغ متوسط نسبة قيمة المال المقترض إلى مجموع الخصوم ورأس المـال ٧٨ % [١٣]، فـي بعـض شركات قطاع الأعمال العام وهي نسبة مرتفعـة، ولا يمكن أن تكون نسبة دائنية مخططة على الأقل من قبل البنوك المقرضة والدائنين.

٦- فاقت الديون قيمة الأصول بالعديد مـن الشـركات التابعة للشركات القابضة للغزل والنسيج والملابس وتجارة القطن [١٤].

٧- تبلغ الديون المصرفية في بعض الشركات التابعـة بالشركات القابضة للغـزل والنسـيج والملابـس

---

[١٢] مرجع سبق ذكره مباشرة، ص ٨.

[١٣] وزارة قطاع الأعمال العام، مركز معلومات قطاع الأعمال العام، تقارير تقييم الأداء لعدة شركات ولعدة سنوات.

[١٤] د. عادل مبروك محمد، دراسة تحليلية للعلاقـات المتداخلـة للمخزون التام والمدينين وقيمة المنظمة بالتطبيق على قطاع الغزل والنسيج، بحث منشور، مجلة الدراسات التجارية، كلية التجـارة – جامعة القاهرة – فرع بني سويف، عدد سبتمبر ١٩٩٧.

وتجارة القطن ٦,٣ مليار جنيـه والـديون غيـر المصرفية حوالي ٣,٥ مليار جنيه بمجموع مقداره ٩,٨ مليار جنيه، بينما كانت حقوق الملكية حـوالي ١,٦ مليار جنيه فقط، أي أن الديون إلـى حقـوق الملكية حوالي ٦١٥ %، بينما نسبة الـديون إلـى مجموع الخصوم ورأس المال ٨٦ % [١٥]، وذلـك عام ١٩٩٦/ ١٩٩٧.

٨- يشير البيان المجمع لأرصدة مديونيـة الشـركات المتعثرة للبنوك إلى أن إجمالي رصـيد المديونيـة يبلـغ ١٢,٦ مليـار جنيـه فـي ٣٠/ ٦/ ١٩٩٧، ويوضح الجدول التالي رقم (١) رصيد المديونيـة موزعة على البنك والشركات القابضة [١٦].

---

[١٥] وزارة قطاع الأعمال، مركز معلومات قطاع الأعمال العام، بـين مجمع بأرصدة مديونية الشركات للبنوك.

[١٦] وزارة قطاع الأعمال، مركز معلومات قطاع الأعمال العام، بـين مجمع بأرصدة مديونية الشركات للبنوك.

جدول رقم (١)

بيان مجمع بالمديونية للبنوك موزعاً على الشركات القابضة والبنوك الدائنة في ١٩٩٧/٦/٣٠ (بالمليون جنيه)

البنوك / الشركات القابضة	مصر	أسكندرية	الاستثمار القومي	الأهلي	القاهرة	مصر الدولي	التجاري الدولي	الأسكندرية / الكويت	قناة السويس	مصر اكستريور	مصر للمعاملات الإسلامية	أخرى(*)	المجموع
الشركات القابضة													
١ - تصنيع المنسوجات والتجارة	٧٦,٨	٣٥٩,٣	٣٥٦,٨	٣٨٨,٥	١٣٨,٣	٣١,٣	-	-	-	-	٣٩,٩	-	١٣٩١
٢ - الغزل والنسيج	١٠٦٣,٦	٥٧٤,٣	١٧٤,٩	٣٥٧,٩	٣٨,٩	٥١,٥	٧٤,٣	-	-	-	٣١,٤	١٠,٧	٢٤١٨
٣ - النقل البحري	١١,٣٤	-	-	٤,٩	٣,٦	-	-	-	-	-	-	١,٠	٣٠
٤ - النقل	٣٦,٩٩	٣٦,٩	٣١,٥	١,٦	٤٦,٧	٤,٩	-	-	٤٦,٩	٣٧,٧	-	-	١٩٦
٥ - القومية للتشييد	١١٦٤,٩	١٤,٣	٤٨,٥	٣١٩,٦	١٠٣٦,٨	-	-	-	-	٨,٤	-	٣٦,٨	٢٥٦٩
٦ - الصناعات الهندسية	١٤٩	٣٣٤	٨١,٩	٧٥,٥	١٧,٩	-	-	١١,٨	-	٣١,٤	-	١,١	٥٩٨
٧ - التعمير والمراريات	٥٤,٣	٥٥٣,٩	٧٠٩,٧	٣١,٣	-	-	٩,٦	-	-	-	-	-	١٣٥٨
٨ - القطن والتجارة الدولية	١١٣٤,٠	١٦٥,٦	٢٥٤,٩	١٣٩٣,٩	١٧٦,٧	-	-	-	-	-	-	٥٣	٣١٦٣
٩ - الصناعات الكيماوية	٥٤,١	١٣٠,٣	٦٦,١	٧٦,٨	٦,٣	٠,٥١	٣,٩	-	١٦,٩	٢٢,٩	-	٧,٧	٣٦٩
١٠ - المضارب والمطاحن	١٨٩,٦	١٣٤,٣	١١٢,٣	١٣,٩	٠,٣١	١١,٣	-	-	-	-	-	-	٥١٧
١١ - الصناعات الغذائية	-	-	٥٢,٧	-	٥,٣	-	-	-	-	-	-	-	٥٨
١٢ - الصناعات المعدنية	١٣٢,٩	-	١٩,١	١٢,٣	٥٩,٣	٤٣,٣	٠,١	-	-	-	-	٤٠,٥	٣٩٧
الإجمالي	٤١٩٢,١	٣٣٤٨,٤	١٧٦٩,٥	١٧١٤,٣	١٤٥٣	٩٩,١	٨٧,٧	٨٨,٨	٥٤,٦	٥٢,٧	٥١,٤	١٩٤,٩	١٣٤٧٧

(*) تشمل البنك الدولي ، بنك قناة السويس ، الأهلى سوستيه ، التنمية الفريقي العربي ، البنك الوطني ، بنك مصر العربي ، البنك العربي وآخرون .

٩- تشير الدلائل إلى أن الخلل في الهياكل التمويلية بشركات القطاع العام وقطاع الأعمال أصبح ظاهرة أساسية يتوصل إليها جميع الباحثين، كما أن السبب الرئيسي وراء ذلك هو التوسع في المديونية، مما أدى إلى تعثر تلك الشركات وانخفاض قيمتها.

١٠- بلغت نسبة الفوائد إلى الإيرادات في بعض الشركات حوالي ٢٠ % مما يمثل عبئًا لا تستطيع الشركات تحمله، وقد بلغت نسبة الفوائد المرسملة إلى جملة الدين حوالي ٥٥ % في معظم حالات الشركات التي توسعت في المديونية. مما يعني أن الشركات غير قادرة على سداد الفوائد مما يزيد من مشاكلها مع البنوك.

١١- يوضح الجدول الآتي رقم (٢) القيمة الصافية للأصول والديون على كافة أنواعها وصافي حقوق الملكية وقيمة الشركات طبقًا للتقييم، والذي يشير

إلى تدهور الأصول وحقوق الملكية والقيم الناشـئة عن التقييم [١٧].

جدول رقم (٢)

المديونية وحقوق الملكية والقيمة الصافية للأصول للشركات المتعثرة بالشركات القابضة (القيمة بالمليون جنيه)

البيان / الشركات القابضة	القيمة الصافية للأصول -١-	ديون البنوك -٢-	دائنون وأرصدة دائنة -٣-	جملة الديون -٤-	صافي حقوق الملكية ٥ = ١ - ٤ -٤-	قيمة تقييم الشركة
١ - الغزل والنسيج	(٥٥)	٢٣٣٣	١٠٣٤	٣٣٦٧	(٣٤٢٣)	١٣٩٦
٢ - تصنيع المنسوجات	١٥٢٤	١٩٢٥	٩٧٢	٢٨٩٨	(١٣٧٤)	١٤٠٢
٣ - القطن والتجارة الدولية	(١٩٤٢)	٢٢١٤	٩٨٠	٣١٠٤	(٥٠٤٦)	٨٠
٤ - الصناعات الهندسية	٩٢٧	١١٦١	٢٩٩	١٤٦٠	(٥٣٣)	٢٨٦
٥ - الصناعات المعدنية	٥٣٣٥	٣٢١٢	١٥٢٣	٤٧٣٦	٥٩٨	(٥٥٩)
٦ - التعدين والحراريات	١٨٠٦	١٨٤٦	٤١٥	٢٢٦١	(٤٥٥)	(١١٥)
٧ - الصناعات الكيماوية	١٤١٢	٦٩٢	٣٢٧	١٠١٩	(٣٩٣)	٢٥٤
- القومية للأدوية	٣٧٦	٢٢٣	٣٧	٣٦٠	١٦	-
٩ - الصناعات الغذائية	١٩٤	١٥٨	٧٢	٢٣٠	(٣٥)	٢١٣
١٠ - المضارب والمطاحن	٧١٠	٦٠٦	١٢٧	٧٣٣	٢٧	٤١٨
١١ - القومية للتشييد	١٨٨٠	٢٦٥٥	١١٣٣٣٩	٣٧٩٤	(١٩١٤)	٢٨٨
١٢ - النقل البحري	٤٨٩	٦٦	١٥٣	٢١٨	٢٧٠	٥٥١
١٣ - النقل	٤١٢	٣٣٠٦	١٠٢	٤٢٨	(٢٥)	٣٨٩
١٤ - التنمية الزراعية	٨٣٣	١٧١	٢٣٢	٤٠٣	٤٣٠	٦٠٠
الإجمالي	١٣٨٥٣	١٧٦٠٠	٧٣٣٦	٢٤٩٣٦	(١١٠٧٢)	(٥٢٠١)

---

[١٧] وزارة قطاع الأعمال العام، مركز قطاع الأعمال العـام، مـذكرة بشأن المديونيات وقيمة الأصول وقيمة حقـوق الملكيـة، مـارس ١٩٩٨.

١٢- يوضح الجدول رقم (٣) بيـان بتسـويات الـديون للبنوك على الشركات القابضة للشركات التابعة لها والتي تفاقمت مديونياتها وشكلات خللاً واضحا فـي هياكلها التمويلية، إذ بلغ رصيد الدين قبل التسـوية ١٨,٣ مليار جنيه قامت الشركات القابضة بسـداد ١,٥ مليار جنيه بنسبة ٨,٢ % حتى تقبل البنـوك البدء في الجدولة، وقامت البنوك بإسقاط ٢,٨ مليار جنيه بنسبة ١٥,٣ %، وتم جدولة البـاقي وقيمتـه ٢,٢ مليار جنيه، وأصبح رصيد المديونية في ٣٠/ ٦/ ١٩٩٨ حـوالي ١٣,٩ مليـار جنيـه [١٨]. إن الدخول في مفاوضات مع البنك لإعـادة الجدولـة يعني من ضمن ولا شك ما يعينه تعثر الشـركات وعدم قدرتها على سداد أصل القروض أو فوائدها مما يعني أن التوسع في الاقتراض يمثـل مشـكلة لتلك الشركات.

---

[١٨] وزارة قطاع الأعمال العام، مركز معلومات قطاع الأعمال العـام مديونية قطاع الأعمال العام للبنوك على الشركات القابضة والتابعة في ٣٠ / ٦ / ١٩٩٨.

١٣- أن معدلات الفائدة التي اقترضت بهـا الشـركات تعتبر مرتفعة نسبيا إذ كان أقل معدل فائدة ١٣,٥% وأعلى معدل فائدة ١٩ % وهي معدلات مرتفعـة نسبيا، مما أثر علـى زيـادة مشـاكل الشـركات المقترضة، وقد أصبح معدل الفائدة بعد الجدولة في حدود ٥ – ١٠ % معدل فائدة بسيطة [١٩].

[١٩] وزارة قطاع الأعمال العام، مركز معلومات قطـاع الأعمـال العام مديونية قطاع الأعمال العام للبنوك على الشركات القابضـة والتابعة في ٣٠ / ٦ / ١٩٩٨.

جدول رقم (٢)

المديونية وحقوق الملكية والقيمة الصافية للأصول للشركات المتعثرة بالشركات القابضة (القيمة بالمليون جنيه)

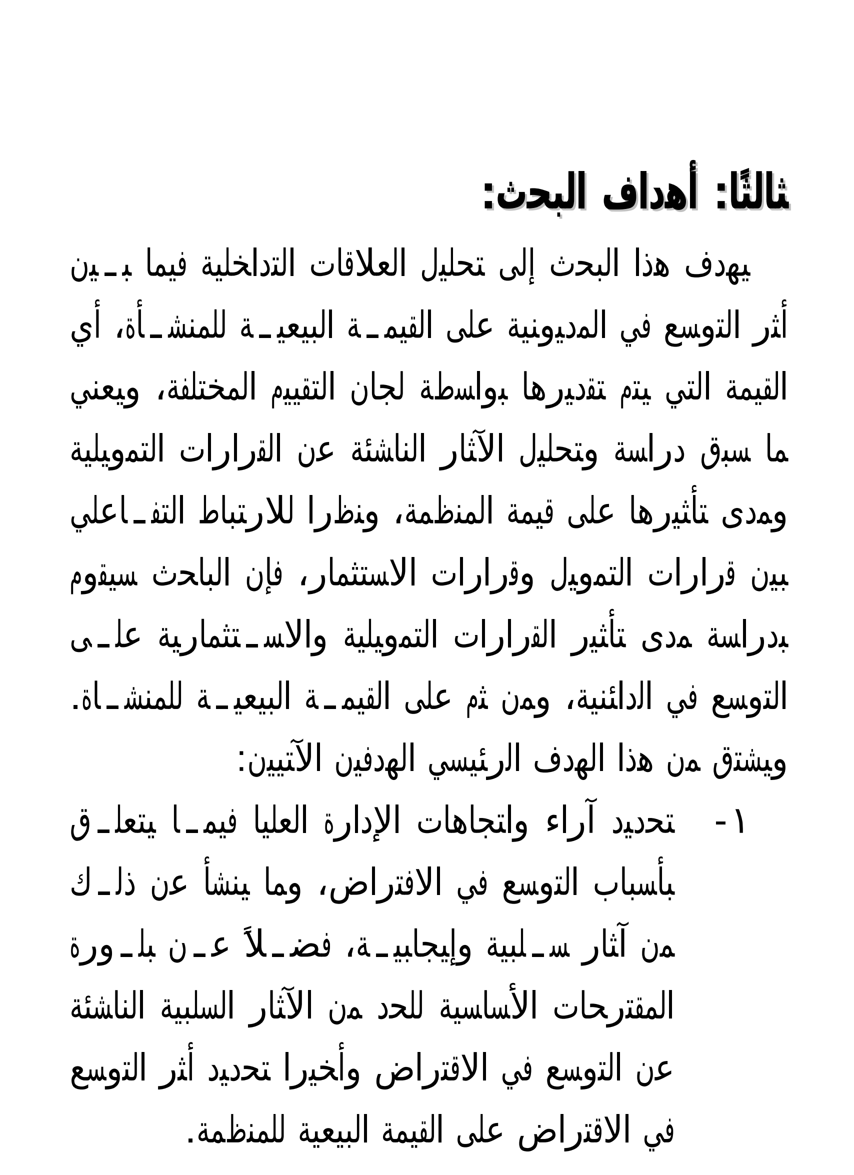
البيان / الشركات القابضة	القيمة الصافية للأصول -١-	ديون البنوك -٢-	دائنون وأرصدة دائنة -٣-	جملة الديون -٤-	صافي حقوق الملكية ٥ = ١ - ٤ -٤-	قيمة تقييم الشركة
١ - الغزل والنسيج	(٥٥)	٢٣٣٣	١.٢٤	٢٣٦٧	(٢٤٢٣)	١٣٩٦
٢ - تصنيع المنسوجات	١٥٢٤	١٩٢٥	٩٧٢	٢٨٩٨	(١٣٧٤)	١٤.٢
٣ - القطن والتجارة الدولية	(١٩٤٢)	٢٢١٤	٩٨.	٣١.٤	(٥.٤٦)	٨.
٤ - الصناعات الهندسية	٩٢٧	١١٦١	٢٩٩	١٤٦.	(٥٣٣)	٢٨٦
٥ - الصناعات المعدنية	٥٣٣٥	٣٢١٢	١٥٢٣	٤٧٣٦	٥٩٨	(٥٥٩)
٦ - التعدين والحراريات	١٨.٦	١٨٤٦	٤١٥	٢٢٦١	(٤٥٥)	(١١٥)
٧ - الصناعات الكيماوية	١٤١٢	٦٩٢	٣٢٧	١.١٩	(٣٩٣)	٢٥٤
٨ - القومية للأدوية	٢٧٦	٢٢٣	٣٧	٢٦.	١٦	-
٩ - الصناعات الغذائية	١٩٤	١٥٨	٧٢	٢٣.	(٣٥)	٢١٣
١٠ - المضارب والمطاحن	٧١.	٦.٦	١٢٧	٧٣٣	٢٧	٤١٨
١١ - القومية للتشييد	١٨٨.	٢٦٥٥	١١٣٣٣٩	٣٧٩٤	(١٩١٤)	٢٨٨
١٢ - النقل البحري	٤٨٩	٦٦	١٥٣	٢١٨	٢٧.	٥٥١
١٣ - النقل	٤١٢	٣٣.٦	١.٢	٤٣٨	(٢٥)	٣١٩
١٤ - التنمية الزراعية	٨٣٣	١٧١	٢٣٢	٤.٣	٤٣.	٦..
الإجمالي	١٣٨٥٣	١٧٦..	٧٣٣٦	٢٤٩٣٦	(١١.٧٢)	(٥٢.٦)

جدول رقم (٣)

بيان بتسويات الديون للبنوك على الشركات القابضة

القيمة بالألف جنيه

البنوك	رصيد الدين قبل التسوية	المبالغ التي تم سدادها لإجراء التسوية	المبالغ التي تم إسقاطها	المبالغ التي تم جدولتها	رصيد الدائن في ١٩٩٨/٦/٢٠ لتلك الجدولة	رصيد الدائن في ١٩٩٨/٦/٣٠
بنك مصر	**٤٥٨١٠٧٧**	**١٣٥٣٢٥**	**٩٤٣٨٤٦**	**٥٨١٤٦٦**	**٤٤٠١١٨٧٦**	**٣٨٢٠٤١٠**
البنك الأهلي	**٣٠٥٠٦٥٢**	**٣٨٤٢٤٢**	**٥٩٠١٢٣**	**٢٣٣٥٨٠**	**٢٠٤٦٢٨٧**	**١٨٤٢٧٠٧**
بنك القاهرة	**١٤٤٣٤٣٢**	**١٨٨٦١١**	**٥٤٢٥٤٩**	**٤٤٥٩٤٨**	**٧١٢٢٧٢**	**٢٦٦٣٢٤**
بنك الإسكندرية	**٣٩١٠٧٣٠**	**٣٨٢٠٦٧**	**٥٦٩٧١٩**	**٣٧٨٨٨١**	**٢٩٥٨٤٠٤**	**٢٦٠٩٥٢٣**
بنك الاستثمار القومي	**٣٦٩٦٥٥٧**	**٤٠١٤٨٣**	**١٦٩٤٢٠٦**	**٥٨٠٣٢٧**	**٣١٠٠٨٦٨**	**٢٥٢٠٥٤١**
بنوك أخرى	**٧٣١٣٩٣**	**٤١٧٣٠**	**٦٦٤٦**	**٩٢٣٥**	**٦٨٣٠١٧**	**٦٧٣٧٨٢**
الإجمالي	**١٨٣١٣٨٤١**	**١٥٣٣٩٩٨**	**٢٨٤٧١١٩**	**٢١٩٩٤٣٧**	**١٣٩٣٢٧٢٤**	**١١٧٣٣٢٨٧**



ثالثًا: أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى تحليل العلاقات التداخلية فيما بين أثر التوسع في المديونية على القيمة البيعية للمنشأة، أي القيمة التي يتم تقديرها بواسطة لجان التقييم المختلفة، ويعني ما سبق دراسة وتحليل الآثار الناشئة عن القرارات التمويلية ومدى تأثيرها على قيمة المنظمة، ونظرا للارتباط التفاعلي بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار، فإن الباحث سيقوم بدراسة مدى تأثير القرارات التمويلية والاستثمارية على التوسع في الدائنية، ومن ثم على القيمة البيعية للمنشأة. ويشتق من هذا الهدف الرئيسي الهدفين الآتيين:

١- تحديد آراء واتجاهات الإدارة العليا فيما يتعلق بأسباب التوسع في الافتراض، وما ينشأ عن ذلك من آثار سلبية وإيجابية، فضلاً عن بلورة المقترحات الأساسية للحد من الآثار السلبية الناشئة عن التوسع في الاقتراض وأخيرا تحديد أثر التوسع في الاقتراض على القيمة البيعية للمنظمة.

٢- اختبار العلاقة الإحصائية بين القيمة البيعية للمنظمة كمتغير تابع وبعض المتغيرات المستقلة المؤثرة على تلك القيمة.

رابعا: فروض البحث:

تم تحديد فروض البحث في ضوء المشكلة موضوع الدراسة وأهدافها وبناء على ذلك تم تحديد الفروض الآتية:

١- توجد علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة معنوية بين نسبة الديون إلى مجموع الخصوم ورأس المال وبين القيمة البيعية للمنظمة.

٢- توجد علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة معنوية بين نسبة الديون إلى مجموع الخصوم ورأس المال وبين المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.

٣- هناك علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين قرارات الاستثمار والقيمة البيعية للمنظمة، وبغرض القياس الإحصائي لهذا الفرض فإن الباحث سيقوم بالقياس الآتي:

أ- هناك علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين نسبة الأصـول الثابتـة إلـى مجمـوع الأصول والقيمة البيعية للمنظمة.

ب- هناك علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين مخاطر الأعمـال [*] والقيمـة البيعيـة للمنظمة.

٤- هناك علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة معنوية بـين ربحية المنظمة ونسبة القـروض إلـى الخصـوم ورأس المال.

٥- هناك علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بـين ربحية المنظمة والقيمة البيعية للمنظمة.

---

[*] مخاطر الأعمال = (معدل العائد على المـال المسـتثمر – معـدل الفائدة على القروض)

× معدل العائد على المال المستثمر	إجمـــالي الديون	+
	المـــال المملوك	

٦- توجد علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة معنوية بين المتوسط المرجح لتكلفة التمويل والقيمة البيعية للمنظمة.

خامسا: أسلوب الدراسة:

يحتوي أسلوب الدراسة على العناصر الآتية:

١- **أنواع البيانات:** سوف يعتمد الباحث على البيانات الثانوية والتي يتم الحصول عليها من الشركات موضوع الدراسة ومركز معلومات قطاع الأعمال العام للفترة من ١٩٩٣/ ١٩٩٤ حتى ١٩٩٧/ ١٩٩٨. فضلاً عن الاعتماد على البيانات الأولية والتي يتم جمعها من خلال قائمة أسئلة، إطار موجه للأسئلة، وسوف تكون وحدة المعاينة السادة رؤساء القطاعات المالية بالشركات موضوع الدراسة.

٢- **أسلوب جمع البيانات:** سيعتمد الباحث على المقابلة الشخصية لجمع البيانات المطلوبة.

٣- **أساليب التحليل:** يستخدم الباحث أسلوب الارتباط البسيط والمتعدد من خلال أسلوب التحليل المتدرج Step wise analysis.

٤- **مجتمع الدراسة:** يتكون مجتمع الدراسة من شركات قطاع الأعمال والبالغ عددها ١٦ شركة قابضة و٢٠٩ شركة تابعة.

٥- **عينة الدراسة:** اعتمد الباحث على عينة طبقية عشوائية، عينة احتمالية للقطاعات، وقد بلغ حجم العينة ١٠٤ شركة وتمثل ٥٠ % من مجتمع الدراسة، إذ لا يمكن الاعتماد على معادلة الخطأ المعياري لتحديد العينة نظرا لصغر عدد الشركات المكونة لمجتمع الدراسة، ونظرا لاختلاف عدد الشركات التابعة لكل شركة قابضة فقد تم الاعتماد على العينة الطبقية؛ حيث تم تقسيم مجتمع الدراسة إلى طبقات حسب الشركة القابضة، كما تم الاعتماد على التوزيع المتناسب لاختيار عدد المفردات لكل شركة قابضة[٢٠] ويوضح الجدول رقم ٤ نتائج التوزيع المتناسب.

---

[٢٠] د. محمود صادق بازرعة، موضوعات في بحوث التسويق، الجزء الثاني، (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٢)، ص ٢١ – ٢٤.

سادسا: عرض نتائج الدراسة الميدانية:

توصل الباحث إلى النتائج الآتية من الدراسة الميدانية التي قام بها والتي يتم عرضها كما يلي، وذلك من خلال الجداول أرقام ٦ – ١٦ بالملحق رقم (٥) بملاحق الدراسة.

١- إن حرية اتخاذ قرار بالاقتراض من سلطة مجلس إدارة الشركة وغالبا هي الطريقة الوحيدة لحل معظم المشاكل التي تواجه الشركات، ولكنها حرية مقيدة بالرجوع إلى السيد رئيس الشركة القابضة، وإذا كانت حرية المجلس من الناحية إلى السيد رئيس الشركة القابضة، وإذا كانت حرية المجلس من الناحية الظاهرية واضحة إلا أنها حرية غير حقيقية في واقع الأمر لارتباطها بموافقة السيد رئيس الشركة القابضة، ولعل إجابة المستقصى منهم عن السؤالين الأول والثاني تعكس هذا ويوضح ذلك الجدول رقم ٦؛ حيث أجابت ٢٨ مفردة بأن هناك حرية في اتخاذ القرار والباقي ٢٠ مفردة أجابت بالنفي، بينما أجابت ٤٨ مفردة بأن هناك قيود على قرار الاقتراض.

٢- يوضح الجدول رقم (٧) المحددات الخاصة بإدارة القروض، وهي محددات تتعلق بقيمة القرض والفائدة عليه وطبيعة أو مجال استخدام القرض أما بالنسبة للقيود المفروضة من ناحية طبيعة القرض نفسه سواء من ناحية عمر القرض، أو هل هو قرض موجه لرأس المال العامل أو الثابت فغالبا هناك توجهات لدى البنوك بعدم التدقيق في هذا، فضلاً عن أن البنوك لا تتردد [*] في منح شركات قطاع الأعمال العام ما تحتاج إليه من قروض، وقد يرجع السبب في هذا أن البنوك ترى أن الشركات التابعة لقطاع الأعمال العام تنخفض فيها المخاطرة، وذلك لضمان الدولة لها فضلاً عن ممتلكات الشركات من أصول عقارية.

٣- هناك جهات متعددة[**] تقوم بمراجعة القروض الممنوحة للشركات وكلها جهات لها سلطة مراجعة

---

[*] يقصد بها البنوك المملوكة للدولة وهي بنك الاستثمار القومي والبنك الأهلي، وبنك مصر وبنك القاهرة، وبنك الإسكندرية.

[**] الجهاز المركزي للمحاسبات، المكتب الفني لوزير قطاع الأعمال.

أعمال الشركة، وقد أجابت ٤٨ مفردة بأن هناك جهاته تقوم بمراجعة القروض الممنوحة للشركة، وتتمثل تلك المراجعات في مراجعة تمويل المشروعات وسد العجز في السيولة معه مراجعة قيمة القرض ومعدل الفائدة وفترة السماح الممنوحة كما يوضحها الجدول رقم (٨).

وبالتدقيق في كل المراجعات السابقة نجدها مراجعات روتينية تتعلق غالبا باستيفاء الجوانب الشكلية للقروض، ولا تتطرق تلك المراجعات إلى أثر المديونية الجديدة على هيكل تمويل الشركة.

٤- من وجهة نظر المستقصى منهم فإن هناك أسباب متعددة أدت إلى توسع الشركات في الاقتراض، ويرجع السبب الأول إلى عدم تحصيل أغلب المديونيات طرف العملاء مما يولد الحاجة إلى سيولة يتم توفيرها بالاقتراض، وغالبا ما يتم الاقتراض بالسحب على المكشوف أو قروض قصيرة الأجل وتتحول إلى قروض طويلة الأجل لعدم قدرة الشركات على السداد، ويوضح الجدول

رقم (٩) الأسباب التـي أدت إلـى التوسـع فـي الاقتراض من وجهة نظر المستقصى منهم.

٥- تتمثل النسبة المثلى للمديونية إلـى حجـم المـال المستثمر من وجهة نظر المستقصـى مـنهم فـي النسب الآتية ٥٠ %، ٦٠ %، ٧٠ % ويوضح ذلك الجدول رقم (١٠).

٦- أوضحت الإجابات اختلاف القيود المفروضة على الاقتراض في ظل قانون قطاع الأعمال العام رقـم ٢٠٣ لسـنة ١٩٩١؛ حيـث أجابـت ٤٨ مفـردة باختلاف القيود المفروضة في ظل القانون الجديـد وتتمثل أهم الاختلافات التي طرأت بالنسبة للقيـود المفروضة في ظل القانون الجديد كمـا يوضـحه الجدول رقم (١١)، في أن القروض في ظل القانون الجديد تكون بضمان الشركات القابضة للشـركات التابعة وليس بضمان أصول الشركة.

٧- تتفق آراء المستقصى منهم مع النظريـة التقليديـة لهيكل التمويل، إذ وافقت جميع الإجابات علـى أن هناك نسبة مثلـى للاقتـراض تسـعى الشـركات

ورائها، كما يجب إلا تتعداها، وإن كانت هناك أسباب تجعل الشركات تتخطى هذه النسبة المثلى وتتمثل أهم الأسباب وراء هذا في ما يشير إليه الجدول رقم (١٢)، ويعتبر تمويل العمليات التشغيلية لتمويل رأس المال العامل أهم تلك الأسباب، مع تمويل الاستخدامات الرأسمالية.

٨- وهناك العديد من الآثار السلبية والإيجابية للتوسع في الاقتراض، ويوضح الجدول رقم (١٣) تلك الآثار السلبية والإيجابية للتوسع في الاقتراض، وتتمثل أهم الآثار الإيجابية في تمويل المشروعات وتوفير السيولة للتشغيل مع تمكين الشركات من المنافسة، كما تتمثل أهم الآثار السلبية في تحميل الشركة عبء الفوائد، وبذلك تعمل الشركة لحساب البنك، كما قد يؤدي التوسع في الاقتراض إلى انهيار الشركات.

٩- هناك العديد من المقترحات التي يراها المستقصى منهم للحد من التوسع في المديونية، ويوضحها الجدول رقم (١٤) وتتمثل أهم المقترحات الأساسية

في إنشاء جهاز أو هيئة متخصصة فـي تحصـيل مديونيات الشركات، مع التخاص مـن المخـزون الراكد لتوفير السيولة.

١٠- يقوم المستقصى مـنهم بتحليـل مجموعـة مـن المتغيرات الأساسية عند القيـام بـالاقتراض، وإن كان هذا التحليل يضمن جودة قرار الاقتراض، إلا أنه يمكن القول إنه في ظل هذا التحليل فإن المنطق قد يقود إلى عدم الاقتراض، وفي ظل هذا فإن قرار الاقتراض والتوسع في المديونية قد يكـون أمـرا مفروضا على الشركات ولا يوجد طريـق آخـر، ويصبح قرار الاقتراض بعيدا تماما عن الدراسـة والتحليل، وينشأ عن ذلك أن تخطـيط الاقتـراض يعتبر أمرا غير ذي معنى، ويوضح الجدول رقـم (١٥) المتغيرات الخاضعة للتحليل لحظـة اتخـاذ قرار الاقتراض، والتي منها نسبة المديونيـة إلـى الخصوم ورأس المال، والربحية الحالية والمتوقعة.

١١- هناك العديد من العوامل المؤثرة على قيمة الشركة من وجهة نظر المستقصى مـنهم، ومـن خـلال

الاعتماد على الترتيب بالنقط نجد أن ربحية الشركة الحالية هي العنصر الأول يليها القرارات الاستثمارية (نسبة الأصول الثابتة إلى الأصول)، ويوضح الجدول رقم ١٦ العوامل المؤثرة على القيمة البيعية للشركة والمرتبة طبقًا للترتيب بالنقط.

وبناء على ما سبق فإن الباحث يكون قد استوفى الهدف الأول من أهداف هذه الدراسة.

سابعا: اختبار الفروض إحصائيا:

قام الباحث باستخدام الارتباط البسيط ومعامل التحديد لاختبار صحة الفروض، وتم الاختبار على مرحلتين، الأولى تم الاختبار على مستوى كل شركة قابضة والثاني تم الاختبار على مستوى شركات العينة ككل، وقد أسفر الاختبار عن النتائج الآتية:

١- الاختبار الإحصائي على مستوى الشركات القابضة:

يوضح الجدول رقم (١٧) بالملحق نتائج الاختبار الإحصائي للفروض على مستوى الشركات القابضة ويشير

هذا الجدول إلى أن القيمة البيعية تتأثر بالعوامل الآتية وطبقًا للجدول رقم (١٨).

جدول رقم (١٨)
العوامل المؤثرة على القيمة البيعية للشركات التابعة على مستوى الشركات القابضة

م	اسم الشركة القابضة	العوامل المؤثرة على القيمة البيعية للشركة
١	غـــزل ونســـيج وملابس جاهزة	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال ربحية المنظمة
٢	تصنيع المنسوجات والتجارة	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال مخاطر الأعمال ربحية المنظمة
٣	القطـن والتجـارة الدولية	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول مخاطر الأعمال ربحية المنظمة

م	اسم الشركة القابضة	العوامل المؤثرة على القيمة البيعية للشركة
٤	الصناعات المعدنية	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال المتوسط المرجح لتكلفة التمويل نسبة الأصول الثابتة مخاطر الأعمال ربحية المنظمة
٥	التعـــــــــدين والحراريات	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال المتوسط المرجح لتكلفة التمويل نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول مخاطر الأعمال ربحية المنظمة
٦	الصـــــــناعات الكيماوية	المتوسط المرجح لتكلفة التمويل نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ربحية المنظمة
٧	القومية للأدوية	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال ربحية المنظمة
٨	القومية للتشييد	نسبة الديون إلى مجموع الخصوم ورأس المال نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول مخاطر الأعمال ربحية المنظمة

م	اسم الشركة القابضة	العوامل المؤثرة على القيمة البيعية للشركة
٩	الصناعات الغذائية	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال المتوسط المرجح لتكلفة التمويل نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول مخاطر الأعمال ربحية المنظمة
١٠	الإسكان والسياحة والسينما	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول مخاطر الأعمال ربحية المنظمة
١١	النقل البحري	ربحية المنظمة
١٢	النقل البحري	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال المتوسط المرجح لتكلفة التمويل نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول مخاطر الأعمال ربحية المنظمة
١٣	الهندسية	نسبة الديون إلى مجموع الخصوم ورأس المال نسبة الأصول الثابتة مخاطر الأعمال ربحية المنظمة

م	اسم الشركة القابضة	العوامل المؤثرة على القيمة البيعية للشركة
١٤	التنمية الزراعية	المتوسط المرجح لتكلفة التمويل ربحية المنظمة
١٥	المضـــــارب والمطاحن	نسبة الأصول الثابتة مخاطر الأعمال ربحية المنظمة
١٦	الإنشاءات المدنية والكهربائية	نسبة الديون إلى مجمـوع الخصـوم ورأس المال المتوسط المرجح لتكلفة التمويل ربحية المنظمة

وبناء على ما سبق فإن أهم العناصر الحاكمة في القيمـة البيعية طبقًا لتكرار ظهور العوامل السابقة حسـب معامـل الارتباط هي كما يوضحها الجدول رقم (١٨) ربحية المنظمة ثم نسبة الديون إلى مجموع الخصوم ورأس المال.

جدول رقم (١٩)

العوامل المؤثرة على القيمة البيعية حسب تكرار ظهورها

العوامل المؤثرة على القيمة البيعية	التكرار	%
١- نسبة الديون إلى مجموع الخصوم ورأس المال	**١٢**	**٢٢ %**
٢- المتوسط المرجح لتكلفة التمويل	**٧**	**١٣ %**
٣- نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول	**١٠**	**١٨ %**
٤- مخاطر الأعمال	**١٠**	**١٨ %**
٥- ربحية المنظمة	**١٦**	**٢٩ %**
المجموع	٥٥	١٠٠ %

٢- الاختبار الإحصائي لفـروض الدراسـة علـى مستوى شركات قطاع الأعمال العام:

توصل الباحث من التحليل الإحصائي إلى النتائج الآتيـة والتي يوضحها الجدول رقم (١٩)؛ حيث تثبت عدم صـحة الفرض الأول والثاني والرابع، والسادس، بينما تثبت صـحة الفرض الثالث والخامس.

جدول رقم (٢٠) (*)

نتيجة الاختبار الإحصائي للفروض

الفروض	معامل الارتباط	معامل التحديد	طبيعة العلاقة	نتيجة اختبار الفرض
الأول	**٠,١٣**	**٠,٠١٨**	**غير معنوية**	**عدم صحة الفرض**
الثاني	**٠,٠٧٢**	**٠,٠١٤**	**غير معنوية**	**عدم صحة الفرض**
الثالث				
أ	**٠,٦٣**	**٠,٥٢**	**معنوية**	**صحة الفرض**
ب	**٠,٧٦**	**٠,٦٩**	**معنوية**	**صحة الفرض**
الرابع	**٠,٠٨**	**٠,٠١٤**	**غير معنوية**	**عدم صحة الفرض**
الخامس	**٠,٧٦**	**٠,٦٢**	**معنوية**	**صحة الفرض**
السادس	**٠,٥٤**	**٠,٤٣**	**معنوية**	**عدم صحة الفرض**

وبالنسبة للفرض الأول فالعلاقة موجبة ولكنها غير معنوية؛ حيث يتم تقييم المنظمة طبقًا لتقييم أصولها بالقيمة السوقية، بينما تكون الديون بالقيمة الدفترية، وهنا تظهر الأصول أكثر بكثير من الخصوم، وبالنسبة للفرض الثاني

(*) معامل تحديد المعنوية ٠,٥ فأكثر.

فالعلاقة موجبة ولكنها غير معنوية، فكلما زادت نسبة الديون كلما زاد المتوسط المرجح لتكلفة التمويل نظرا لارتفاع تكلفة التمويل من خلال الاقتراض.

أما بالنسبة للفرض الثالث (أ) فإن علاقة الارتباط موجبة ذات دلالة معنوية، فإن هذه النتيجة تتفق مع المنطق العلمي؛ حيث تشكل الأصول الثابتة العنصر الحاكم في التقييم والتـي غالبا ما تكون الأرض هي أكبر البنود فـي تلـك الأصـول والتي تقيم بالأسعار السوقية مما يرفع من قيمة تلك الأصول الثابتة، ومن هنا تكون هناك علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين نسبة الأصول الثابتة والقيمة البيعية للمنشآت.

وبالنسبة للفرض الثالث (ب) والعلاقة الموجبة ذات الدلالة المعنوية فإن هذا يتفق مع المنطق أيضا، حيث إن القـائمين على التقييم يأخذون في اعتبارهم حجم الطلب المتوقع علـى منتجات الشركة أو بمعنى آخر يأخذون في اعتبـارهم أنهـم يبيعون للمشتري الجديد سوق وليس شركة.

والفرض الرابع من المفروض أن تكون العلاقة عكسـية بين المتغيرين، ولكنها ظهرت علاقة موجبة وإن كانت غير معنوية، فمن المفروض كلما زادت الربحية كلما انخفضـت

الحاجة للقروض، ولكن ظهرت نتيجة تحليل الفرض أنه كلما زادت الربحية كلما زادت القروض، وقد يعني هذا أن الربحية ربحية دفترية (محاسبية)، والشركات في حاجة إلى سيولة توفرها من خلال الاقتراض.

وبالنسبة للفرض الخامس تعني الربحية الماضية وجود أسواق حالية ومستقبلية؛ مما يؤدي إلى زيادة قيمة المنظمة ويعني صحة هذا الفرض أن القائمين بعملية تقييم الشركات يأخذون في الاعتبار الربحية الماضية للشركات بجانب الأصول.

والفرض الأخير علاقة الارتباط موجبة غير معنوية، وهذا غير طبيعي فمن المفروض أنه كلما زاد المتوسط المرجح لتكلفة التمويل كلما دل ذلك على زيادة نسبة الديون إلى المال المملوك؛ مما يؤدي إلى انخفاض القيمة البيعية للشركة، إلا أنه كما سبق فإن التقييم ينصب على أصول الشركة بأسعارها السوقية وربحيتها وأسواقها.

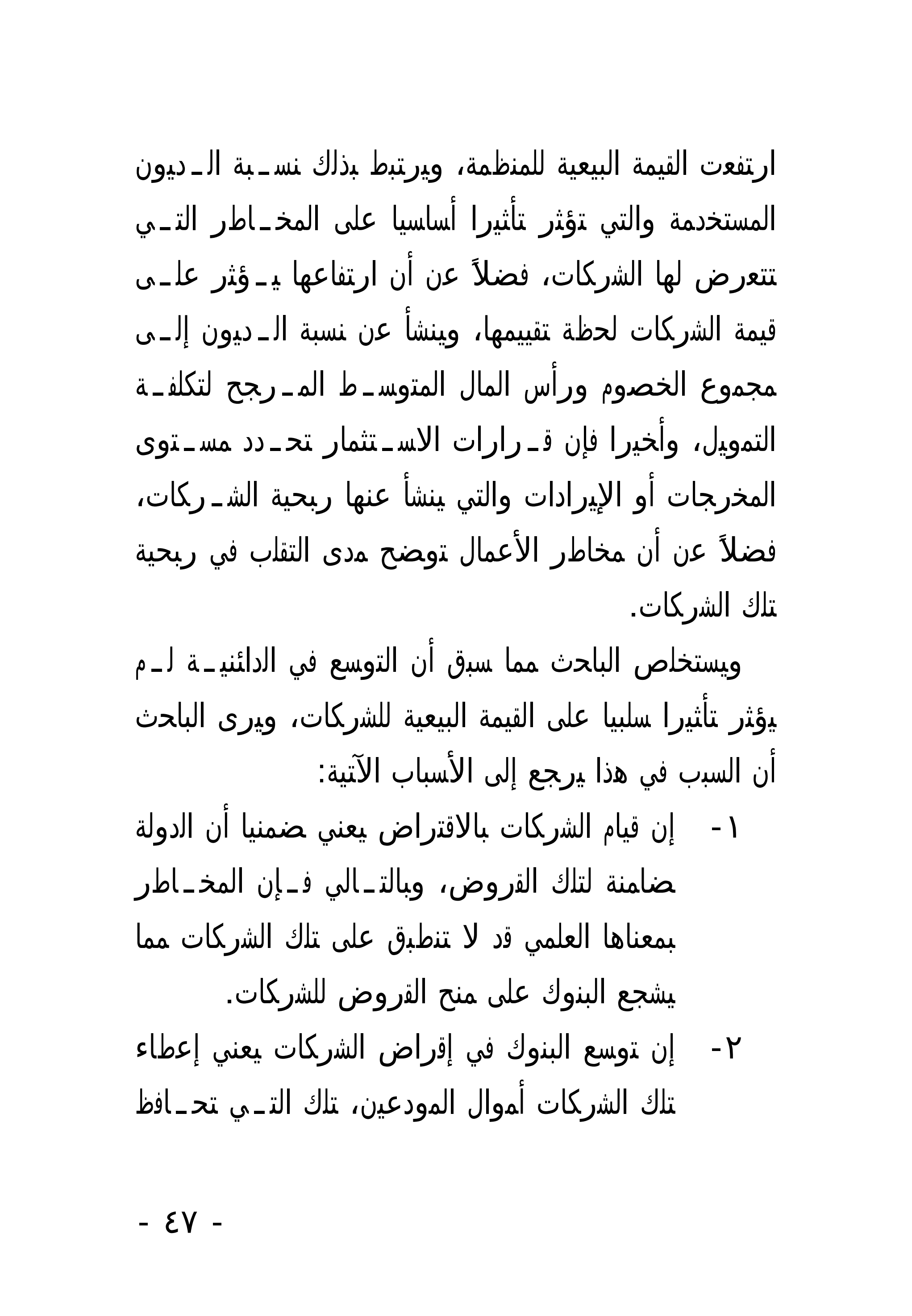
وقد قام الباحث باستخدام أسلوب التحليل المتدرج Stepwise Analysis لتحديد أيا من المتغيرات السابقة أكثر ارتباطًا وتأثيرا على القيمة البيعية وقد كانت النتائج كما يلي:

- الفرض الخامس وكان معامل الارتباط ٠,٦١
- سالفرض الثالث(أ)وكان معامل الارتباط ٠,٥٥
بينما الفرض الثالث (ب) وكان معامل الارتباط ٠,٤٩
- الفرض الأول وكان معامل الارتباط ٠,٤١

وبناء على ما سبق فإن المتغيرات المؤثرة علـى القيمـة البيعية على الترتيب حسب معامل الارتباط باستخدام أسلوب التحليل المتدرج هي:

١- ربحية المنظمة.
٢- المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.
٣- قرارات الاستثمار بشقيها نسبة الأصـول الثابتـة ومخاطر الأعمال.
٤- نسبة الديون إلى مجموع الخصوم ورأس المال.

وتفسر المتغيرات السـابقة ارتباطهـا بالقيمـة البيعيـة للشركات، حيث إن ربحية المنظمة الماضية مؤشر رئيسـي للربحية المستقبلية والمستخدمة أساسا في التـدفقات النقديـة للوصول إلى القيمة البيعية، ويعتبر المتوسط المرجح لتكلفـة التمويل مؤشر رئيسي لكفاءة استخدام الأموال، ومن الطبيعي أنه كلما انخفض المتوسط المـرجح لتكلفـة التمويـل كلمـا



ارتفعت القيمة البيعية للمنظمة، ويرتبط بذلك نسـبة الـديون المستخدمة والتي تؤثر تأثيرا أساسيا على المخـاطر التـي تتعرض لها الشركات، فضلاً عن أن ارتفاعها يـؤثر علـى قيمة الشركات لحظة تقييمها، وينشأ عن نسبة الـديون إلـى مجموع الخصوم ورأس المال المتوسـط المـرجح لتكلفـة التمويل، وأخيرا فإن قـرارات الاسـتثمار تحـدد مسـتوى المخرجات أو الإيرادات والتي ينشأ عنها ربحية الشـركات، فضلاً عن أن مخاطر الأعمال توضح مدى التقلب في ربحية تلك الشركات.

ويستخلص الباحث مما سبق أن التوسع في الدائنيـة لـم يؤثر تأثيرا سلبيا على القيمة البيعية للشركات، ويرى الباحث أن السبب في هذا يرجع إلى الأسباب الآتية:

١- إن قيام الشركات بالاقتراض يعني ضمنيا أن الدولة ضامنة لتلك القروض، وبالتـالي فـإن المخـاطر بمعناها العلمي قد لا تنطبق على تلك الشركات مما يشجع البنوك على منح القروض للشركات.

٢- إن توسع البنوك في إقراض الشركات يعني إعطاء تلك الشركات أموال المودعين، تلك التـي تحـافظ

عليهـا جميـع الأطـراف خوفًـا مـن فشـل أو إفلاس أي بنك وما لذلك من تأثير سلبي علـى الاقتصاد، وبهذا فإن البنوك تعلم مقدما أن جميـع القروض (أصل القرض) على الأقل لن يضيع.

٣- هناك علاقة مشتركة ممثلة في المصلحة المتبادلـة بين البنوك المقرضة والشركات المقترضة تتمثـل تلك العلاقة والمصلحة المشتركة في تشجيع البنوك التجارية إعطاء القروض للشركات لأسباب تتعلـق بضعف الطلب على الائتمان مع تراكم الإيـداعات لدى هذه البنوك دون توظيف، في ظـل ظـروف الانكماش الاقتصادي وانخفـاض "الميـل الحـدي للاستثمار، على مستوى القطاعين العـام الخـاص خلال فترة الثمانينات وبداية التسعينات وفي الوقت نفسه لم يكن هنـاك مصـدرا للتمويـل بخـلاف الاقتراض أمام تلك الشـركات لتـدعيم الطاقـات الإنتاجية أو لمواجهة نقص رأس المال العامل.

٤- إن معظم المديونية على الشركات قد وجهت إلـى رأس المال العامـل مـن خـلال السـحب علـى

المكشوف والتي وصلت حوالي ٢٤ مليار جنيه في نهاية عام ١٩٩٦/ ١٩٩٧ ويتميز السـحب علـى المكشوف بأنه دين دائري أو متجدد من خلال سداد أجزاء منه على مدار السنة، فضلاً عن أن معظـم هذا السحب أو الدين مستثمر في أصـول متداولـة غالبا ممثلة في الحسابات المدينة والمخزون، وقـد تركز رصيد السحب على المكشوف بصفة خاصة في شركات قطاع الأعمال العام الصناعية بحوالي ٤٨ %، ثم شركات التجارة بحـوالي ٣٤ %، ثـم شركات الإسكان والتشييد بحوالي ١٦,٧ %.

وقد بلغت القروض طويلة الأجـل عـام ١٩٩٦/ ١٩٩٧ حوالي ١٣,٤ مليار جنيه، منهـا حـوالي ١١,١ مليار جنيه قروض محلية، وحـوالي ٢,٣ مليار جنيه قروض أجنبية طويلة الأجل.

٥- إن التوسع في المديونية كان ضرورة حتمها الواقع في ظل العديد من المتغيرات السيادية مثل الأسعار الإدارية للمنتجات والمدخلات، وسياسية التشـغيل للقوى العاملة، والتي أثرت بالسلب على مصـادر

التمويل الداخلية وعدم كفايتها لتغطية التمويل المطلوب.

٦- تمنح البنوك القروض للشركات في ظل ما تمتلكه الشركات من ضمانات عقارية تمثل قوى كامنة عند تقييمها بالأسعار البيعية، تغطي القروض وتمثل ضمانات كافية لتغطية تلك القروض، وتخفف من حدة المخاطرة التي تواجه البنوك.

٧- إن القيمة البيعية للمنظمة تأخذ في حسبانها المقومات المادية (الممتلكات) بالأسعار البيعية، فضلاً عن التيار المتدفق من التدفقات الداخلة مستقبلاً والتي غالبا ما توضح القوى الكامنة التي يمكن تحقيقها بواسطة تلك المنظمات، ويتم التقييم بغض النظر عن القروض التي على الشركات، خاصة وأن تلك القروض تم استثمار أغلبها في الأصول المتداولة.

٨- إن التوسع في المديونية يختلف فيما بين الصناعات والمنظمات داخل الصناعة الواحدة [٢١]، وفي إحدى

---

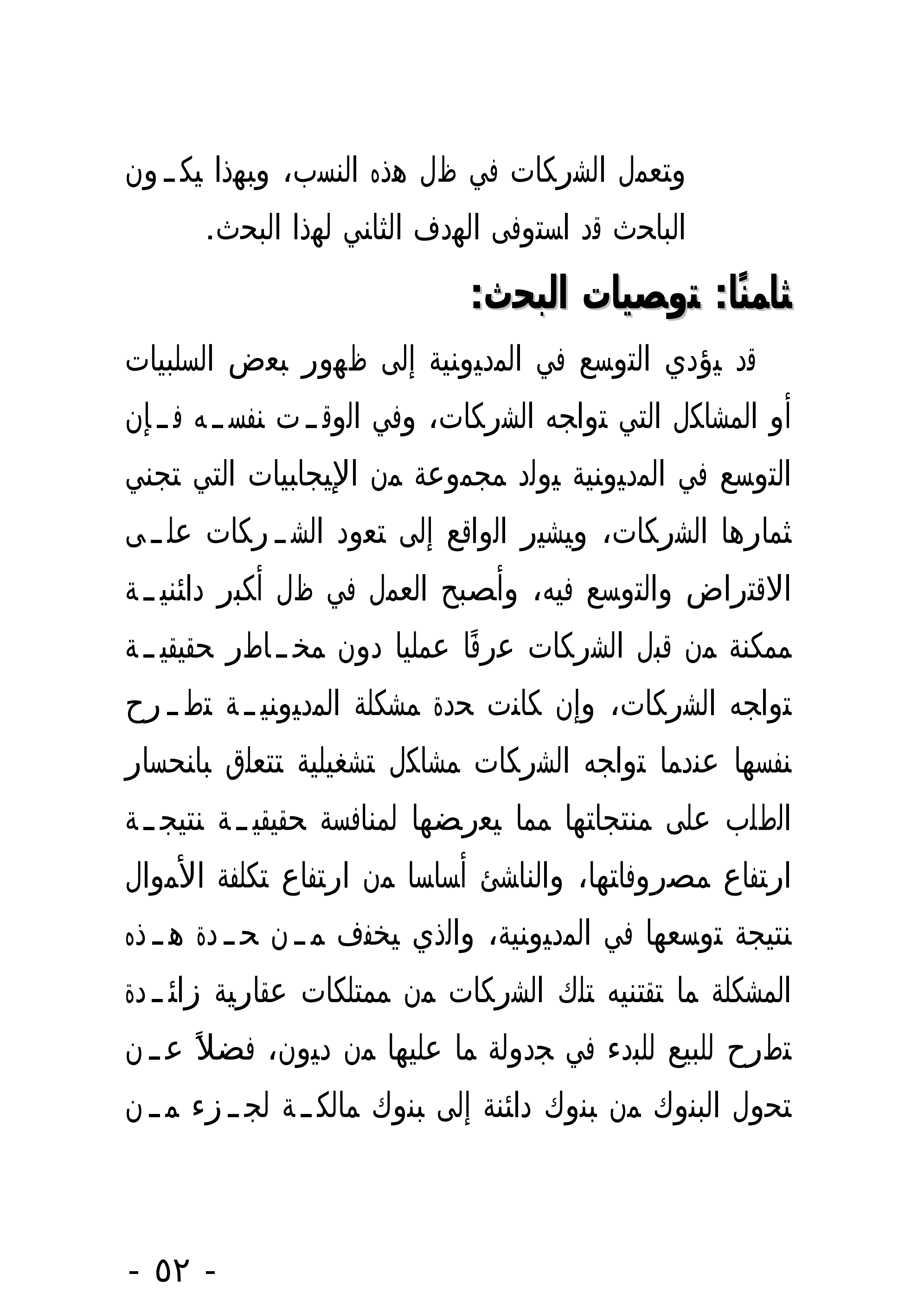
[٢١] E. F. Brigham, Op. Cit., P. ٤٧٤.

الدراسات وجد أن نسبة القروض إلى إجمالي رأس المال المستثمر بالشركات موضع الدراسـة كانـت تتراوح بين ٢٦% - ٤٠ %، ولم يكن هناك إجماع على نسبة مثلى للاقتـراض [٢٢]، وبالتـالي فـإن التوسع في المديونية يعتبر أمرا مقنعا في ظـل أن متوسط نسبة الديون إلى مجموع الخصـوم ورأس المال بالشركات موضوع الدراسة خلال الفترة كان ٧٢,٢١ %، وكـان الانحـراف المعيـاري لهـا ١٠٧,٩٨ [*] ومعامـل الاخـتلاف ١,٤٨٥ وهـو معامل منخفض يشير إلى عدم التشتت الواضح في البيانات، وقد كانت النسبة المثلى للاقتـراض مـن وجهة نظر عينة الدراسة كما جـاء فـي الجـدول السابق الإشارة إليه رقـم (١٠) ٥٠ %، ٦٠ %، ٧٠ % بمجموع تكرارات على التوالي ٤٠ تكرار، ٣٥ تكرار، ٣٥ تكرار، مما يعني أن التوسع فـي المديونية أمرا مألوفًا لدى قيادات القطاعات المالية،

---

[٢٢] P. Marsh, Op. Cit., P. ١٢١.

[*] تم تحديد الانحراف المعياري في ضوء خطأ معياري مقداره ± ٣.



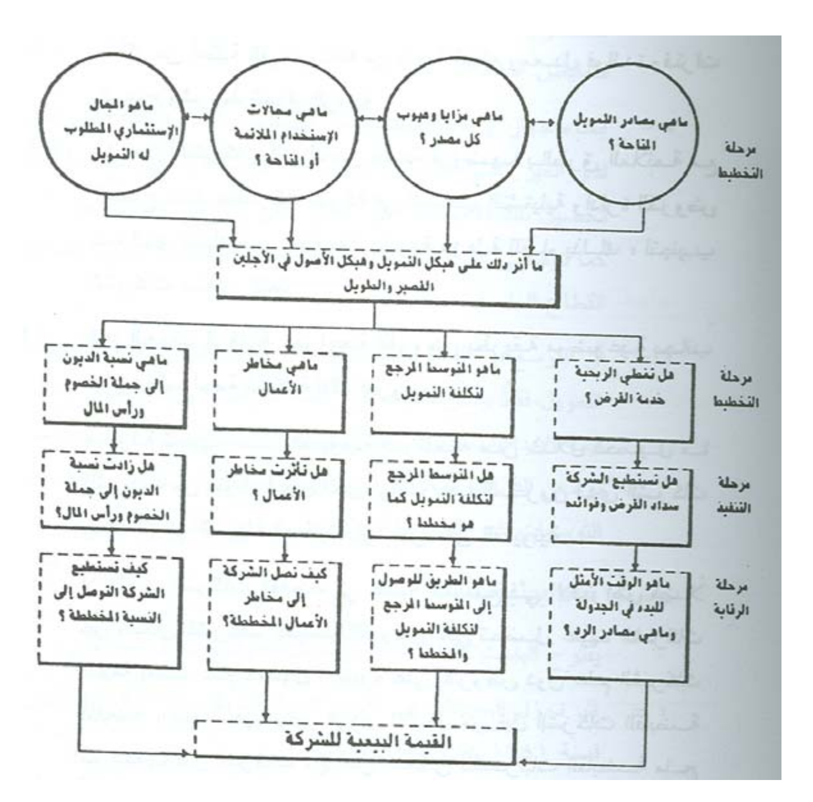
وتعمل الشركات في ظل هذه النسب، وبهذا يكـون الباحث قد استوفى الهدف الثاني لهذا البحث.

ثامنًا: توصيات البحث:

قد يؤدي التوسع في المديونية إلى ظهور بعض السلبيات أو المشاكل التي تواجه الشركات، وفي الوقـت نفسـه فـإن التوسع في المديونية يولد مجموعة من الإيجابيات التي تجني ثمارها الشركات، ويشير الواقع إلى تعود الشـركات علـى الاقتراض والتوسع فيه، وأصبح العمل في ظل أكبر دائنيـة ممكنة من قبل الشركات عرفًا عمليا دون مخـاطر حقيقيـة تواجه الشركات، وإن كانت حدة مشكلة المديونيـة تطـرح نفسها عندما تواجه الشركات مشاكل تشغيلية تتعلق بانحسار الطلب على منتجاتها مما يعرضها لمنافسة حقيقيـة نتيجـة ارتفاع مصروفاتها، والناشئ أساسا من ارتفاع تكلفة الأموال نتيجة توسعها في المديونية، والذي يخفف مـن حـدة هـذه المشكلة ما تقتنيه تلك الشركات من ممتلكات عقارية زائـدة تطرح للبيع للبدء في جدولة ما عليها من ديون، فضلاً عـن تحول البنوك من بنوك دائنة إلى بنوك مالكـة لجـزء مـن

الشركات بأجزاء من القروض، مما يخفض من تكلفة الأموال ويتيح للشركات القدرة على المنافسة.

وتتطلب إدارة المديونية الإدراك الكامل لما لذلك من تأثير على مستقبل أداء الشركات، كما يتطلب الأمر التخطيط والرقابة على ذلك، ولهذا توصي الدراسة بأن تتم إدارة القروض من خلال التفكير المنطقي المبني على دراسة المتغيرات التي تؤثر على قيمة الشركات البيعية، والذي يبدأ بالتشخيص والتحليل البيئي والداخلي لمجموعة المتغيرات والخاصة بالآجلين القصير والطويل، ثم مرحلة التنفيذ، وأخيرا مرحلة الرقابة من خلال مؤشرات تعكس الصورة الكاملة لتأثير الديون على قيمة الشركة، ويوضح ذلك الشكل رقم (٣).



شكل رقم (٣)

التفكير المنطقي لإدارة المديونية

كما توصي الدراسة بالآتي:

١- التأكد من أمثلية القرض ذاته من ناحية قيمته ومعدل فوائده وفترات السماح وشروط السداد الزمنية.

٢- إن تمكن الشركات والبنوك من متابعة قروضها بالطرق الملائمة مع السماح للبنك بمشاركة الشركة في المشاكل التشغيلية وإدارة القروض بما لدى البنك من إمكانيات بشرية مؤهلة للقيام بذلك، لتجنيب الشركات مشاكل التعثر.

٣- قيام الجهات الرقابية بمراجعة القروض بطريقة موضوعية بجانب قيامها بالمراجعة الشكلية لتلك القروض.

٤- محاولة تحجيم نسب المديونية المرتفعة من خلال تحصيل ما للشركات من أموال لدى الغير وتصريف المخزون لدى الشركات وذلك لتوفير السيولة المطلوبة لرد جزء من المديونية.

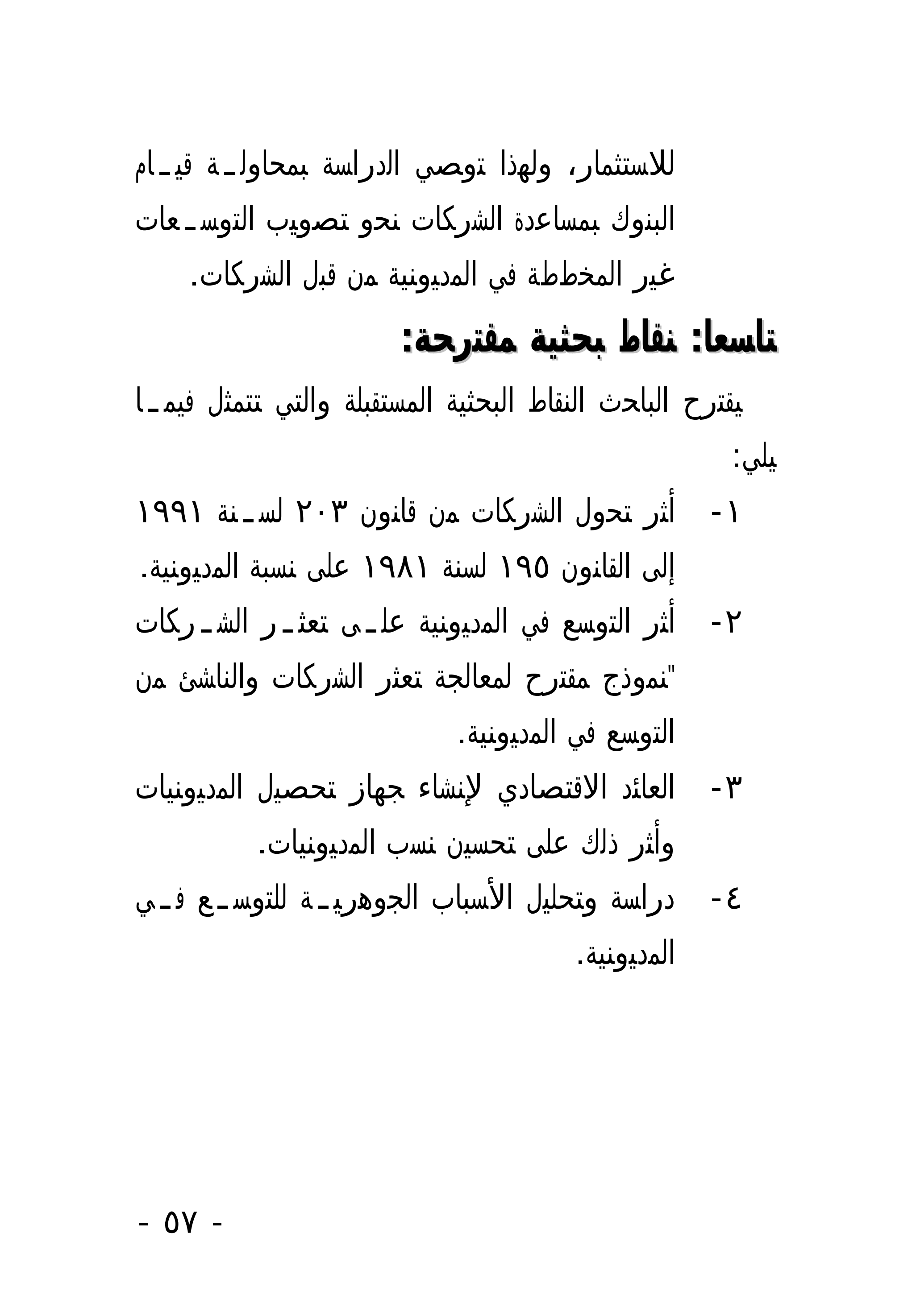
٥- أن تتحكم الشركات القابضة في عملية التوسع في الاقتراض فضلاً عن ضمان الشركات القابضة للقروض التي تحصل عليها الشركات التابعة بقصد عدم حصول الأخيرة على قروض دون علم الشركات القابضة، فضلاً عن توفير الرؤى الأشمل من قبل الشركات القابضة لما يتبعها من شركات،

إذ من الممكن للشركات القابضة مـنح الشـركات التابعة قروضا منها أو من شركات أخرى.

٦- أن تتبنى الشركات السياسية الهجومية لإدارة رأس المال العامل من خلال الاحتفاظ بأقل قدر منه بمـا لا يعوق سياسات التشغيل، وفي الوقت ذاته توصي الدراسة باستخدام السياسة غيـر المتحفظـة لإدارة الخصوم المتداولة من خلال الاعتماد على التمويل قصير الأجل لتخفيض التكلفة.

٧- إنشاء جهاز أو هيئة متخصصة لتحصيل المديونيات التي للشركات لدى الغير على مستوى كل شـركة قابضة يكون مهمتها الأساسية تحصيل تلك الأموال والتي مضى على استحقاقها وقت غير قصير، كما توصي الدراسة بتسوية مديونيات الجهات التابعـة للحكومة أو القطاع العام.

٨- إن التوسع في المديونية ليس سـببه الوحيـد هـي حاجة الشركات إلى التمويل فقط، ولكن البنوك هي أيضا ساهمت في ذلك مـن خـلال تزايـد قيمـة الإيداعات لـديها مـع انخفـاض الميـل الحـدي



للاستثمار، ولهذا توصي الدراسة بمحاولـة قيـام البنوك بمساعدة الشركات نحو تصويب التوسـعات غير المخططة في المديونية من قبل الشركات.

تاسعا: نقاط بحثية مقترحة:

يقترح الباحث النقاط البحثية المستقبلة والتي تتمثل فيمـا يلي:

١- أثر تحول الشركات من قانون ٢٠٣ لسـنة ١٩٩١ إلى القانون ١٩٥ لسنة ١٩٨١ على نسبة المديونية.

٢- أثر التوسع في المديونية علـى تعثـر الشـركات "نموذج مقترح لمعالجة تعثر الشركات والناشئ من التوسع في المديونية.

٣- العائد الاقتصادي لإنشاء جهاز تحصيل المديونيات وأثر ذلك على تحسين نسب المديونيات.

٤- دراسة وتحليل الأسباب الجوهريـة للتوسـع فـي المديونية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

ـ كتب:

١- د. شوقي حسين، التمويل والإدارة المالية، (القاهرة "دار النهضة العربية، ١٩٨٨).

٢- د. عادل مبروك محمد، مقدمة في الأسس العلميـة والتطبيقية في الإدارة المالية، (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٧).

٣- د. عاطف محمد عبيد، الإدارة الماليـة: الأصـول العلمية للتخطيط المالي – الرقابة المالية – تمويـل العمليات – دراسـة المشـروعات الاسـتثمارية، (القاهرة، دار النهضة العربية، ١٩٨٨).

٤- د. محمد عثمان إسماعيل، التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال: تقييم الأداء والتخطيط المالي وأسواق رأس المال ومصادر التمويـل، (القـاهرة "دار النهضة العربية ١٩٩٨).

٥- د. محمد علي شهيب، الأصول العلمية والتطبيقية لصنع القرارات المالية، (القاهرة، دار الفكر العربي، ١٩٨٨).
٦- د. محمود صادق بازرعة، موضوعات في بحوث التسويق، الجزء الثاني، القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٢).

ـ رسائل علمية:

١- أحمد سعد، تحديد وقياس العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال في الشركات متنوعة الاستثمار المنشأة وفقًا لقانون الاستثمار، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة – جامعة القاهرة، ١٩٩٢.
٢- أمل صلاح دردير، الأبعاد المحاسبية لمبادلة حقوق الدائنية طويلة الأجل بحقوق الملكية وآثارها عند علاج الخلل في الهياكل التمويلية في الشركات المتعثرة ماليا، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ١٩٩١.
٣- السعيد لبده، تقييم الهياكل المالية في القطاع العام بالتطبيق على صناعة الغزل والنسيج، رسالة

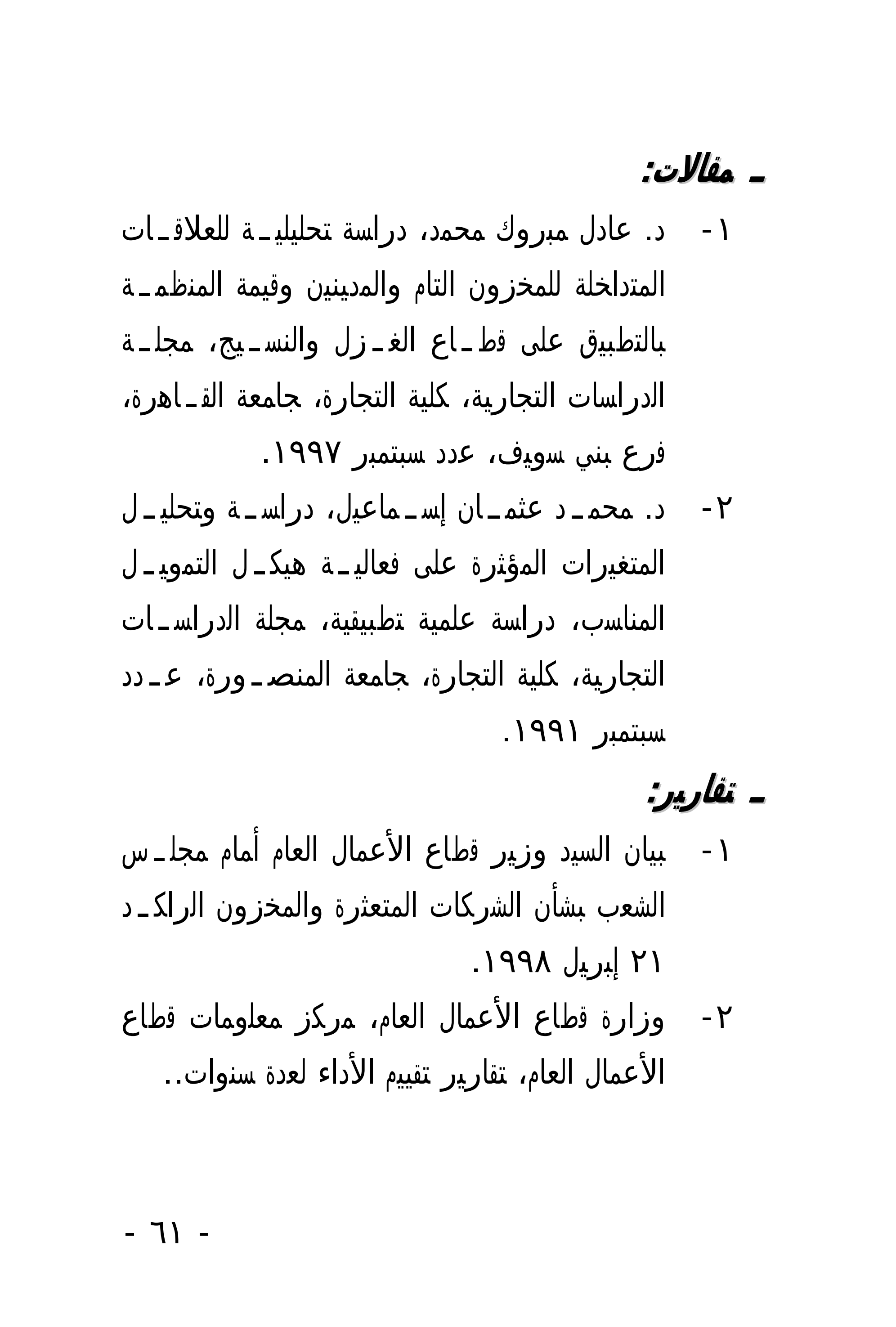
دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطـا ١٩٨٤.

٤- جمال بدير علي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطـاعين العـام والخـاص، رسـالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عـين شمس ١٩٩٥.

٥- جلال إبراهيم، العوامل المؤثرة على تشكيل الهيكل المالي بالتطبيق على شركات القطاع العام التابعـة لوزارة الصناعة، رسالة ماجستير، غير منشـورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ١٩٩٢.

٦- طلعت عبد الرحمن، أثر التغير في الهيكل التمويلي على ربحية المنشأة بالتطبيق على القطـاع العـام للصناعات الكيماوية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ١٩٨٧.

٧- محمود صبح، تقييم الآثار الاستثمارية والتمويليـة والاقتصادية لاستخدام المتاجرة على الملكية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عـين شمس، ١٩٨٨.



ـ مقالات:

١- د. عادل مبروك محمد، دراسة تحليليـة للعلاقـات المتداخلة للمخزون التام والمدينين وقيمة المنظمـة بالتطبيق على قطـاع الغـزل والنسـيج، مجلـة الدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة القـاهرة، فرع بني سويف، عدد سبتمبر ١٩٩٧.

٢- د. محمـد عثمـان إسـماعيل، دراسـة وتحليـل المتغيرات المؤثرة على فعاليـة هيكـل التمويـل المناسب، دراسة علمية تطبيقية، مجلة الدراسـات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصـورة، عـدد سبتمبر ١٩٩١.

ـ تقارير:

١- بيان السيد وزير قطاع الأعمال العام أمام مجلـس الشعب بشأن الشركات المتعثرة والمخزون الراكـد ٢١ إبريل ١٩٩٨.

٢- وزارة قطاع الأعمال العام، مركز معلومات قطاع الأعمال العام، تقارير تقييم الأداء لعدة سنوات..

٣- ـــــــــ، بيان مجمـع بأرصـدة مديونيـة الشركات المتعثرة للبنوك.

٤- ـــــــــ، المكتب الفني لوزير قطاع الأعمال بيان بالشركات التي تم خصخصتها فـي ٢٥/ ١٠/ ١٩٩٨.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

ـ كتب:

١- e. f. Brigham & L. C. Gopenski, Financial Management Theory and practice, the Dryden press, N. Y. ١٩٩٧.

٢- E. F. Brigham, Fundamentals of Financial Management, the Drydem press, N. Y. ١٩٨٣.

٣- D. Parker, The strategic Finance work out, Test and build your financial perforemance, pitma publishing, London, ١٩٩٦.

٤- D.r. Chambers & N. J. Lacey, Modern corporate finance theory and practice, Harper Collins college publishers, N. Y., ١٩٩٤.

ـ مقالات:

١- A. Ali, & P. Zarowin, "The Role of Earnings levels in Annual Earnings – Returns studies," Journal of Accounting Research, Autumn, ١٩٩٢.

٢- R. Antle & J. Fellingham, "Models of capital Investments with private Information and Incentives: Aselective Review," Journal of Business Finance & Accounting Vol. ٢٤ sep – ١٩٩٧.

٣- A. Antoniou & G. Pescetto, "The Effect of Regulatory Announcements on the cost of Equity capital of British Telecom," Journal of Business Finance & Accounting, Vol. ٢٤, No. ١, January ١٩٩٧.

٤- M. Ariff, et. Al., "Complimance costs of corporate income taxticion in Singapore," Journal of Business Finance & Accounting, Vol. ٢٤, Oct. Dex. ١٩٩٧.

٥- T. Appleyard & I. M. Dobbs, Value under Active and passive Debt

Management Policy, Journal of Business Finance & Accounting Vol. ٢٤, April ١٩٩٧.

٦- F. Black, "Estimating Expected Return," Financial Analysis Journal, Sep/ Oct., ١٩٩٣.

٧- R. Bracutigam & J. Panzar, "Effects of the change From Rate of Return to Price cap Regulation," American Economic Review, Vol. ٨٣. May, ١٩٩٣.

٨- J. Cai, "Glam our and value strategics on the Tokyo stock Exchange," Journal of Business & Accounting, Vol. ٢٤, Oct./ Dec., ١٩٩٧.

٩- K. H. Chung & K. H. Kim, "Growth opportunities and investment Decision: A new perspectiven the cost of capital," Journal of Business finance & Accounting Vol. ٢٤. April ١٩٩٧.

١٠- G. Dissanaike, "Do stock Market Investors overreact? "Journal of Business Finance & Accounting," Vol. ٢٤, No. I, January ١٩٩٧.

١١- S. Kothari & J. Zinnerman, "Price and Return Models, "Journal of Acounting & Economics, Vol., ٢٠, ١٩٩٥.

١٢- E. K. Laitinen, "Estimation of Internal Rate of Return under Nonsteady Conditions," Journal of Business Finance, & Accounting Vol. ٢٤ Oct./ Dec. ١٩٩٧.

١٣- P. March, "The choice Between Equity and Debt: An Empirical study," Journal of Finance, March ١٩٨٢.

١٤- M. Mortikainin, "Accounting Losses and Earnings Response Coe – Efficient: The Impute of Leverage and Growth opportunities," Ferrule of Business Finance & Accounting, March, ١٩٩٧.

١٥- J. Mc Carrel & C. Muscarela, "Corporate capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Five," Journal of Financial Economic, Vol. ١٤, ١٩٨٥.

١٦- M. Miller & F. Modiglioni, "Dividend Policy, Growth and the valuation of

shares", Journal of Business, Vol, ٣٤, ١٩٦١.

١٧- K. P. Mike, et. Al., "An Empirical Study of volatility in seven Southeast Asian Stood Market using ARV Models,: Journal of Business Finance & Accounting, Vol. ٢٤, March ١٩٩٧.

١٨- F. Modigliani & M. Miller, "Corporate income taxtes and the cost of capital: A Correction," American Economic Review ٥٣. June ١٩٦٣.

١٩- __________, "The cost of capital, corporation Finance and the Theory of investment, American Economic Review ٤٨. Joanne ١٩٥٨.

٢٠- __________, "some Estimates of the cost of capital to the Electric utility Industry ١٩٥٤ – ١٩٥٧, "American Economic Review, ٥٦, June ١٩٦٦".

٢١- W. P. Rees, "The Impact of Dividends, Debt and Investment on valuation Models, "Journal of Business Finance & accounting, vol. ٢٤, sep. ١٩٩٧.

٢٢- S. Ross, "The Determination of Financial structure: The incentive signaling Approach, "Bell Journal of economics, vol. ٨. ١٩٧٧.

٢٣- S. Suzuki & R. W Wright, "Financial structure and Bankruptcy Risk in Japanese companies, "Journal of International Business studies, spring ١٩٨٥.

(الملحق الأول)

استمارة استقصاء

أكون شاكرا لحسن تعاونكم معنا بإبداء الرأي فيما يتعلـق بالاستمارة المرفقة والخاصة بدراسـة أثـر التوسـع فـي الاقتراض على قيمة الشركة، علما بأن هذه الآراء سـتكون موضع سرية كاملة ولن تستخدم سوى في هذا البحث العلمي علما بأننا لا نحتاج إلى الاسم أو اسم الشركة.

وافر تحياتنا على حسن تعاونكم

الباحث

د/ عادل مبروك

أستاذ إدارة الأعمال المساعد

كلية التجارة – جامعة القاهرة

١ - هل حرية إتخاذ قرار الإقتراض من سلطة مجلس الإدارة

نعم ☐ لا ☐

٢ - هل هناك حدود مفروضة على الأقتراض .

نعم ☐ لا ☐

٣ - إذا كانت هناك محددات (حدود) فهل هي :

☐ - حدود تتعلق بقيمة القروض .

☐ - حدود تتعلق بطبيعة القروض .

☐ - حدود تتعلق بالفائدة على القرض .

☐ - حدود تتعلق بالبنك ما نح الأقتراض .

☐ - حدود تتعلق بإستخدام القروض .

٤ - هل هناك جهات تقوم بمراجعة القروض الممنوحة للشركة .

نعم ☐ لا ☐

٥ - ماهي طبيعة تلك المراجعات .

إسم الجهة	طبيعة المراجعة

٦- ماهي الأسباب التي تراها سيادتكم وأدت إلى توسع الشركة في الأقتراض ؟

٧ - ماهي النسبة المثلى من وجهة نظر سيادتكم للأقتراض إلى حجم المال المستثمر والتي من المفروض أن تكون موجودة بالشركة .

مال مقترض		مال مملوك
٧٠٪	☐	٣٠٪
٦٠٪	☐	٤٠٪
٥٠٪	☐	٥٪
٤٠٪	☐	٦٠٪
٣٠٪	☐	٧٠٪

٨ - هل تختلف القيود المفروضة على الأقتراض في ظل قانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ .

نعم ☐ لا ☐

٩ - إذا كانت تلك القيود مختلفة فيما هي طبيعة تلك الأختلافات .

١٠ - هل هناك نسبة مثلى للأقتراض تسعى الشركة إليها ولاتتخطاها .

نعم ☐ لا ☐

١١ - إذا كانت الشركة تتخطى النسبة المثلى . فما هي الأسباب وراء ذلك .

١٢ - ماهي الآثار السلبية والأيجابية للتوسع في الأقتراض من وجهة نظر سيادتكم وتحققت بالشركة .

الآثار السلبية	الآثار الإيجابية

١٣- ماهي المقترحات التي تراها سيادتك للحد من التوسع في المديونية .

١٤- عند قيامي بالأقتراض فأن أحلل المتغيرات الآتية :

المتغيرات الخاضعة للتحليل	لا أحلل	سيان	أحلل
١ - نسبة المديونية الى الخصوم ورأس المال			
٢ - المتوسط المرجح لتكلفة التمويل			
٣ - هيكل الأصول			
٤ - مخاطر الأعمال			
٥ - الربحية الحالية والمتوقعة			
٦ - سعر السهم للشركة بالأسواق			

١٥ - إن العوامل المؤثرة على قيمة الشركة هي :

(من فضلك رتب تلك العوامل تنازليا حسب أهميتها من وجهة نظر سيادتكم) .

☐ نسبة المديونية إلى مجموع الخوم ورأس المال

☐ المتوسط المرجح لتكلفة التمويل

☐ قرارات الأستثمار (نسبة أ . ث . إلى الأصول) .

☐ ربحية الشركة الحالية .

☐ ربحية الشركة المتوقعة

☐ أخرى

محلق رقم (٢)

أسماء الشركات القابضة مرتبه كما جاء في الجداول

١ - غزل ونسج وملابس جاهزة .

٢ - تصنيع المنسوجات والتجارة .

٣ - القطن والتجارة الدولية .

٤ - الصناعات المعدنية .

٥ - التعدين والحراريات .

٦ - الصناعات الكيماوية .

٧ - القومية للأدوية .

٨ - القومية للتشييد والتعمير .

٩ - الصناعات الغذائية .

١٠ - الأسكان والسياحة والسينما .

١١ - النقل البري .

١٢ - النقل البحري .

١٣ - الهندسية .

١٤ - التنمية الزراعية .

١٥ - المضارب والمطاحن .

١٦ - الإنشاءات المدنية والكهربائية .

ملحق رقم (٣) جدول رقم (١٧)

نتائج التحليل الأحصائي للفروق على مستوى الشركات القابضة

الفرض	المتغير المستقل	المتغير التابع	١		٢		٣		٤		٥		٦		٧		٨	
			ر	م	ر	م	ر	م	ر	م	ر	م	ر	م	ر	م	ر	م
الأول	ربحية السهم	القيمة السوقية	٠.٥٩	٠.٣١٨	٠.٩١	٠.٧٣٢	٠.٨٥	٠.٣٣	٠.٩٩	٠.٨	٠.٥	٠.٣١	٠.٣٩٢	٠.١٣٦	٠.٣٧	٠.١٥	٠.٥٠٥	٠.٣٥
الثاني	ربحية السهم	المتوسط المرجح لتكلفة التمويل	٠.٠٠١	٠.٠٠٣	٠.٠٣٦	٠.٠٠٥	٠.٠٠١	٠.٠٩٥	٠.٠٩٥	٠.٣٣	٠.٠٣٣	٠.٠١٣	٠.٨٥	٠.٩٥	٠.٠٠١	٠.٠٠٥	٠.٠٠٣	٠.٠٠١
الثالث	المتوسط المرجح لتكلفة التمويل	القيمة السوقية	٠.٠٠٣	٠.٠٠١	٠٣.٠	٠.٠٠٤	٠.٠٠٦	٠.٠٠٣	٠.٨١	٠.٠٩١	٠.٧٨	٠.١١	٠.١٠٤	٠.٠٣٩	٠.٠٠٠١	٠.٠٠٥	٠.٠٠٣	٠.٠٠٥
الرابع	ربحية الأصول الثابتة	القيمة السوقية	٠.١٨	٠.٣٧٦	٠.٣٩	٠.١٦	٠.٤٧٥	٠.٢٥	٠.٨٨	٠.٩٤	٠.٨٩	٠.٢٩	٠.٥٢٢	٠.٢٨	٠.٢٢٢	٠.٨٢	٠.٩١	٠.٩٣
الخامس	معدل الأعمال	القيمة السوقية	٠.٣٩٣	٠.٣١٨	٠.٨٥٥	٠.٣٦	٠.١٨٣	٠.٤٣	٠.٨٥	٠.٢٩	٠.٢٣٤	٠.١٨	٠.٣٧	٠.٣٠	٠.٢٣٥	٠.٠٨	٠.٥٥	٠.٣٧
السادس	ربحية المنشأة	ربحية السهم	٠.٥٩٦	٠.٣٧٦	٠.٧٨٥	٠.١٣	٠.١١٨	٠.٥٢	٠.٨٩	٠.٩١	٠.٢٧٥	٠.٠٨٢	٠.١٩١	٠.٥١	٠.١٥	٠.٤٩	٠.٨٨	٠.٧٨
السابع	ربحية المنشأة	القيمة السوقية	٠.١٥٥	٠.٠٥	٠.١١	٠.٤٤	٠.٣١٤	٠.٤٢	٠.٩٢	٠.٩١	٠.٨٩١	٠.٨٣	٠.٣٣٥	٠.٤٢	٠.٣٠٥	٠.١٢٢	٠.٣٥	٠.١٥

ر = معامل الأرتباط م = معامل التحديد

ملحق رقم (٣) جدول رقم (١٧)

نتائج التحليل الأحصائي للفروق على مستوى الشركات القابضة

الفرض	المتغير المستقل	المتغير التابع	٩		١٠		١١		١٢		١٣		١٤		١٥		١٦	
			ر	م	ر	م	ر	م	ر	م	ر	م	ر	م	ر	م	ر	م
الأول	ربحية السهم	القيمة السوقية	٠.١٢	٠.٥٥٥	٠.١٩	٠.٥١	٠.٣٩	٠.١١	٠.٥	٠.٣١	٠.٥٥	٠.٥٥١	٠.٣٥	٠.٢٢	٠.٣٥	٠.٢٥	٠.١١	٠.٥٥
الثاني	ربحية السهم	المتوسط المرجح لتكلفة التمويل	٠.٧٦	٠.٣٩	٠.٩	٠.٨	٠.٠٠١	٠.٠٠٤	٠.٠٠٥	٠.٠٠١	٠.١١	٠.٥٥	٠.٨٧	٠.١٧	٠.٥٥	٠.٥٥	٠.٠٠٣	٠.٠٠١
الثالث	المتوسط المرجح لتكلفة التمويل	القيمة السوقية	٠.٩٩	٠.٨٥	٠.٣٧	٠.٠٨	٠.٠٠٣	٠.٠٠٥	٠.٨١	٠.٣٢	٠.٠٠٣	٠.٠١	٠.٨١	٠.٩١	٠.٣٥	٠.٢٥	٠.٧٨	٠.١١
الرابع	ربحية الأصول الثابتة	القيمة السوقية	٠.٤٤	٠.٢٨	٠.٥١	٠.٢٨	٠.٣١	٠.٨	٠.٨٢	٠.٢٥	٠.٥٢	٠.٤٨	٠.٢٥	٠.١٨	٠.٩	٠.٥٢	٠.٢٨	٠.١٥
الخامس	معدل الأعمال	القيمة السوقية	٠.٥٥	٠.٢٧	٠.٥٣	٠.٥	٠.٨	٠.١١	٠.٩٣	٠.٨١	٠.٥٣	٠.٥	٠.٢٨	٠.١١	٠.٥٥	٠.٢٧	٠.٣٧	٠.٣٠
السادس	ربحية المنشأة	ربحية السهم	٠.١٤	٠.٥٥	٠.٢٨	٠.١٥	٠.٥٩	٠.٣٥	٠.٣١	٠.٣٣	٠.٧٦	٠.٥٢	٠.٥٢	٠.٤٩	٠.١٥	٠.٥٥	٠.١٨	٠.٤٩
السابع	ربحية المنشأة	القيمة السوقية	٠.٥٤	٠.٢٨	٠.١٤	٠.٢٨	٠.٣٤	٠.١١	٠.٩١	٠.٩٣	٠.٠٠٢	٠.٠٠١	٠.٠٠٠١	٠.١٥	٠.١١	٠.٥٤	٠.٨٧	٠.٢٧

ر = معامل الأرتباط م = معامل التحديد

ملحق رقم (٤) جدول رقم (٢٠) معامل الأختلاف كمقياس لتشتت للبيانات

البيان	الإنحراف المعياري	المتوسط	معامل الأختلاف
القيمة البيعية	٤.٢.٩٨	٢٤٤.٧.٦	١.٦٤٦
نسبة الديون إلى مجموع الخصوم ورأس المال	١.٧.٩٨	٧٢.٧١	١.٤٨٥
نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول	٢..٢٧٢	٣٢.٩٦	..٦١٥
ربحية المنظمة	٢...١٢	١٤.٩٤٨	١.٣٣٨
المتوسط المرجع لتكلفة التمويل	١٣.٦	٦.٦	٢..٦

ملحق رقم (٥)

الجداول من رقم ٦-١٦ جدول رقم (٦) حرية أتخاذ قرار الأقتراض من قبل مجلس الإدارة ومدى وجود قيود مفروضة

البيان	نعم	لا	المجموع
١ - هل حرية أتخاذ قرار الاقتراض من سلطة مجلس الإدارة	٢٨	٢٠	٤٨
٢ - هل هناك قيود مفروضة على الأقتراض ؟	٤٨	-	٤٨

جدول رقم (٧) القيود المفروضة على القروض

البيان	التكرار	٪
١ - محددات تتعلق بقيمة القروض	٤٨	%٢٥
٢ - محددات تتعلق بطبيعة القروض	٣٠	%١٠
٣ - محددات تتعلق بالفائدة على القروض	٤٨	%٢٥
٤ - محددات تتعلق بالنبل مانح القروض	٢٨	%١٥
٥ - محددات تتعلق باستخدام القروض	٤٨	%٢٥
المجموع	١٩٢	%١٠٠

جدول رقم (٨) طبيعة المراجعات التي تتم على القروض

البيان	التكرار	٪
١ - التأكد من استخدامات القروض ودراسات الجدوى المقدمة للمشروعات	٤٠	%٢٣
٢ - مراجعة قيمة القرض ونسبة الفائدة وفترة السماح الممنوحة	٤٥	%٢٥.٥
٣ - مراجعة الجهة مانحة القرض	٤٥	%٢٥.٥
٤ - مراجعة تمويل المشروعات وسد العجز في السيولة	٤٦	%٢٦
المجموع	١٧٦	%١٠٠

جدول رقم (٩) أسباب التوسع في الأقتراض

البيان	التكرار	٪
١ - عدم تحصيل أغلب المديونيات طرف العملاء	٤٨	٢٦
٢ - ألية الأسواق والجهود المبذولة لتغير نمط السلع نحتاج إلى عملية إحلال للآلات	٤٠	٢٢
٣ - عدم تصريف المنتجات	٤٠	٢٢
٤ - عدم وجود سيولة	٣٥	١٩
٥ - المشروعات الجديدة التي تقوم بها الشركة	٢٢	١١
المجموع	١٨٥	%١٠٠

جدول رقم (١٠) النسبة المثلى للمديونية إلى حجم المال المستثمر

البيان	التكرار	٪
%٣٠ - %٧٠	٣٥	%٢٧
%٤٠ - %٦٠	٣٥	%٢٧
%٤٠ - %٥٠	٤٠	%٣١
%٦٠ - %٤٠	١٠	%٧.٥
%٧٠ - %٣٠	١٠	%٧.٥
المجموع	١٣٠	%١٠٠

جدول رقم (١١) طبيعة الإختلافات للميزة المفروضة على الأقتراض في ظل القانون الجديد

البيان	التكرار	%
١ - القروض تكون بضمان الشركة القابضة بينما قبل القانون كانت الشركة تقترض على مسئوليتها	٤٠	%٤٠
٢ - الأقتراض كان يتم بضمان أصول الشركة وحاليا بضمان الشركة القابضة	٣٠	%٣٠
٣ - حاليا يتم التدقيق في القروض من ناحية الاستخدام والقيمة ونسبة الفائدة ولم يكن ذلك يتم من قبل	٣٠	%٣٠
المجموع	١٠٠	%١٠٠

جدول رقم (١٢) أسباب تخطي الشركات النسبة المثلي للأقتراض

البيان	التكرار	%
١ - عدم وجود رأس مال عام كافي لمباشرة النشاط	٤٥	%٢٥
٢ - عدم توافر السيولة النقدية	٣٠	%١٦.٦
٣ - تمويل الاستخدامات الرأسمالية	٤٠	%٢٢.٢
٤ - تمويل عملية الإحلال والتجديد	٢٥	%١٣.٨
٥ - استكمال المشروعات المسندة إليها	٢٠	%١١.٢
٦ - إرتفاع أسعار المعدات والأجور نظر لوجود عماله زائدة	٢٠	%١١.٢
المجموع	١٩٢	%١٠٠

جدول رقم (١٣) الأثار السلبية والإيجابية للتوسع في الأقتراض

البيان	التكرار	%	البيان	التكرار	%
الأثار الإيجابية :			الأثار السلبية :		
- تمويل المشروعات وتوفير السيولة للتشغيل	٤٠	٢٧.٦	- تحميل الشركة عبء الفوائد وبذلك تعمل الشركة لحساب البنك المقرض	٤٥	٤١
- تمكين الشركات من المنافسة	٤٠	٢٧.١	- الفائدة المركبة تستنزف الأرباح التي تحققها الشركة	٣٠	٢٧
- إستكمال المشروعات المسندة إلى الشركات .	٣٠	٢٠.٦	- التوسع في الأقتراض يؤدي إلى إنهيار الشركات	٣٥	٣٢
- إنخفاض الربحية لايوفر مصادر تمويل ذاتيه وبالتالي لابد من الإعتماد على القروض .	٣٥	٢٤.٢			
المجموع	١٤٥	١٠٠	المجموع	١١٠	١٠٠

جدول رقم (١٤) المقترحات الأساسية للحد من التوسع المديونية

البيان	التكرار	%
١ - إنشاء جهاز لتحصيل مديونيات الشركات	٤٨	١٨.٦
٢ - التخلص من المخزون الراكد لتوفير السيولة	٤٠	١٥.٥
٣ - تسوية مديونيات الحكومة وتحصيل المستحقات	٤٠	١٥.٥
٤ - زيادة قيمة رأس المال	٣٥	١٣.٦
٥ - دراسة المشروعات ونوعية الإنتاج قبل البدء فيه عن طريق الدراسات	٣٥	١٣.٦
٦ - الإحلال التدريجي للآلات للوصول إلى الإحلال الأمثل	٣٥	١٣.٦
٧ - التخلص من العمالة الزائدة لتوفير أجورها وتحقيق أرباح أعلى	٢٥	%٩.٦
المجموع	٢٥٨	%١٠٠

جدول رقم (١٥) المتغيرات التي يتم تحليلها لقرار الأقتراض

البيان	التكرار	%
١ - نسبة المديونية إلى الخصوم ورأس المال	٤٨	٢١.٦
٢ - المتوسط المرجح لتكلفة التمويل	٢٦	١١.٧
٣ - هيكل الأصول	٣٨	١٧.١
٤ - مخاطر الأعمال	٣٤	١٥.٣
٥ - الربحية الحالية والمتوقعة	٤٦	٢٠.٧
٦ - إعادة هيكلة الشركة	٣٠	١٣.٦
المجموع	٢٢٢	%١٠٠

جدول رقم (١٦) العوامل المؤثرة على القيمة البيعية للشركة

البيان	التكرار	[illegible]
١ - ربحية الشركة الحالية	٢٦٠	٪٣٦
٢ - قرارات الاستثمار (نسبة أ. ث إلى الأصول)	١٩٨	٪١٩.٨
٣ - نسبة المديونية إلى مجموع الخصوم ورأس المال	١٨٦	٪١٨.٦
٤ - المتوسط المرجح لتكلفة التمويل	١٨٢	٪١٨.٢
٥ - ربحية الشركة المتوقعة	١٦٠	٪١٦
٦ - أخرى :		
- الشائعات	١٤	٪١.٤
المجموع	١٠٠٠	٪١٠٠